

การปรับโครงสร้างเงินทุนและการลงทุนในกรณีที่มีอุปสรรคทางการเงิน



นาย ชฤทธิ สุขนิมิตเจริญ

สถาบันวิทยบริการ

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

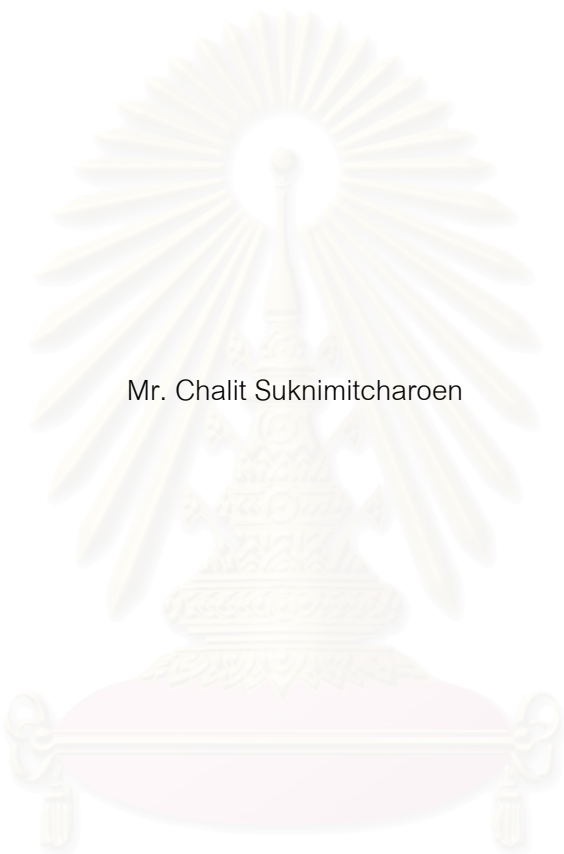
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2548

ISBN 974-14-3781-1

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

THE ADJUSTMENT OF CAPITAL STRUCTURE AND INVESTMENT IN THE PRESENCE OF  
FINANCIAL OBSTACLES



Mr. Chalit Suknimitcharoen

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of Master of Science Program in Finance

Department of Banking and Finance  
Faculty of Commerce and Accountancy  
Chulalongkorn University

Academic Year 2005

ISBN 974-14-3781-1

หัวข้อวิทยานิพนธ์

การปรับโครงสร้างเงินทุนและการลงทุนในกรณีที่มีอุปสรรคทางการเงิน

โดย

นาย ชฤทธิ์ สุขนิมิตเจริญ


สาขาวิชา

การเงิน

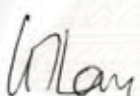
อาจารย์ที่ปรึกษา

อาจารย์ ดร.นาถฤดี ศุภกิจจาร์ภักษ์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นักศึกษา  
ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาโทบริหารธุรกิจ

 คุณหญิง..... คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ตนุชา คุณพนิชกิจ)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. เกษรา รัญลักษณ์ภาคย์)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา  
(อาจารย์ ดร.นาถฤดี ศุภกิจจาร์ภักษ์)

..... กรรมการ  
(อาจารย์ ดร. รัฐชัย ศีลาเจริญ)

ชฤทธิ์ สุขนิมิตเจริญ : การปรับโครงสร้างเงินทุนและการลงทุนในกรณีที่มีอุปสรรคทางการเงิน (THE ADJUSTMENT OF CAPITAL STRUCTURE AND INVESTMENT IN THE PRESENCE OF FINANCIAL OBSTACLES) อ. ที่ปรึกษา : อาจารย์ ดร. นาถฤดี ศุกกิจจารักษ์, 82 หน้า. ISBN 974-14-3781-1.

วิทยานิพนธ์เล่มนี้ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึงปี พ.ศ. 2547 โดยทำการทดสอบปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายโดยพิจารณาผลของ Individual effect ซึ่งแบ่งเป็นแบบ Fixed effect และ Random effect

นอกจากนี้ยังทำการศึกษาระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีผลต่อความเร็วและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท พบว่าบริษัทใช้เงินทุนส่วนเกินในการลดหนี้เมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายมากกว่าเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย และบริษัทจะก่อหนี้เมื่อขาดแคลนเงินทุน โดยถ้าระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะก่อหนี้มากกว่าระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งบริษัทจะปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้นเมื่อบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายหรือเมื่อบริษัทมีการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย นอกจากนี้บริษัทจะปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายช้าลงเมื่อบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายหรือเมื่อบริษัทมีการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย ทั้งนี้ เนื่องจากมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนและเพื่อรักษาความสามารถในการจัดหาเงินทุนในอนาคตของบริษัท

## สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน ลายมือชื่อนิสิต.....ชฤทธิ์ สุขนิมิตเจริญ.....  
สาขาวิชา การเงิน ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....M. S. Yip.....  
ปีการศึกษา 2548

## 468 22129 26 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: CAPITAL STRUCTURE / ADJUSTMENT / TRADE OFF / PECKING ORDER / PARTIAL

CHALIT SUKNIMITCHAROEN : THE ADJUSTMENT OF CAPITAL STRUCTURE  
AND INVESTMENT IN THE PRESENCE OF FINANCIAL OBSTACLES. THESIS  
ADVISOR : NATHRIDEE SUPPAKITJARAK, Ph.D., 82 pp. ISBN 974-14-3781-1.

This study investigates firms listed in Hong Kong, Japan and Thailand Stock Exchange from 1992 to 2004. The study examined the firm characteristics that determined target capital structure. The study considered the individual effect that could be divided into 2 estimation methods: fixed effect and random effect.

The study found that firm's level of debt and capital requirement effect the speed and change of its capital structure. The results show that firm trends to retire debt when face with a financial surplus and level of debt is above the target. Firm issues debt when face with a financial deficit and below the target than above the target. In other word, firm adjusts to target faster when they have a financial surplus and above the target or they have a financial deficit and below the target. Firm adjusts to target slower when they have a financial surplus and below the target or they have a financial deficit and above the target. This is due to firm's financing cost and debt capacity in the future.

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department of Banking and Finance

Field of study : Finance

Academic year 2005

Student's signature.....*ชฤทธิ์ สุวณิชมเจริญ*.....

Advisor's signature.....*N. Sc. Jarak*.....

## กิตติกรรมประกาศ

ความสำเร็จของวิทยานิพนธ์เล่มนี้ ผู้เขียนใคร่ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.นาถฤดี ศุภกิจจาร์ักษ์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ท่านได้เสียสละเวลาให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นที่มีประโยชน์ ตลอดจนช่วยเหลือแก้ไขปรับปรุงวิทยานิพนธ์ให้ถูกต้องและสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมทั้งผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.เกษรา ธัญลักษณ์ภาคย์ ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ อาจารย์ ดร. รัฐชัย ศีลาเจริญ กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รองศาสตราจารย์ ดร.พงศา พรชัยวิเศษกุล และอาจารย์ โทมัส คอลเนลลี่ ที่ได้กรุณาให้คำปรึกษาและข้อคิดเห็นที่เป็นประโยชน์ต่อวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ นายจักรกฤษณ์ หังสพฤกษ์ นายสมเจตน์ เตชะอินทราวังศ์ นายวรชัย เตชะไพบุลย์ นายเกษมชัย ธนโชติศิริวิบูลย์ นายอรรถชัย ยงเจริญ และเพื่อนๆ พี่ในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน รุ่นที่ 7 เจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน รวมถึงเจ้าหน้าที่ภาคการธนาคารและการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ที่ได้มีส่วนช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกที่เป็นประโยชน์ต่อการทำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

สุดท้ายนี้ผู้เขียนกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่ และพี่สาว ที่ให้การสนับสนุนและกำลังใจมาโดยตลอด และหากว่าวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ก็ขออภัยไว้ ณ ที่นี้ด้วย

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ฉ
บทที่	
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 บริบทของปัญหา.....	2
1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย .....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
1.6 วิธีดำเนินการวิจัย .....	4
1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย.....	5
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎี.....	6
2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	11
3. วิธีดำเนินการวิจัย .....	14
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา .....	14
3.2 สมมติฐานการวิจัย .....	14
3.2 วิธีการวิจัย.....	17
4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล .....	31
4.1 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนด โครงสร้าง เงินทุนเป้าหมาย .....	31
4.2 ผลการวิเคราะห์ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อความเร็วและการ เปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท.....	41
4.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุน มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท .....	53

4.4 ผลการวิเคราะห์การลงทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ระดับหนี้ และความต้องการใช้เงินทุนที่มีอยู่.....	69
5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	73
5.1 สรุปผลการวิจัย.....	73
5.2 ข้อเสนอแนะ.....	76
รายการอ้างอิง.....	77
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	82



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่ 3.1 แสดงสมมติฐานสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน... 15

ตารางที่ 3.2 แสดงจำนวนบริษัทในแต่ละประเภทกลุ่มเศรษฐกิจของฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย ..... 17

ตารางที่ 4.1 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง ..... 32

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของประเทศญี่ปุ่น ..... 33

ตารางที่ 4.3 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของประเทศไทย ..... 34

ตารางที่ 4.4 แสดงผล Hausman test ของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 99%..... 35

ตารางที่ 4.5 สรุปผลของ Individual effect ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย..... 36

ตารางที่ 4.6 แสดงผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) ในแต่ละประเภทกลุ่มเศรษฐกิจต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ..... 40

ตารางที่ 4.7 แสดงผลการทดสอบระดับหนึ่งต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย ..... 43

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการทดสอบระดับหนึ่งและการขาดแคลนเงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ..... 44

ตารางที่ 4.9 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองการปรับเข้าหาเป้าหมาย ..... 45

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการทดสอบปริมาณความต้องการใช้เงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ..... 48

ตารางที่ 4.11 แสดงผลของระดับหนึ่งและความต้องการใช้เงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย..... 49

ตารางที่ 4.12 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองการขาดแคลนเงินทุน..... 50

ตารางที่ 4.13 แสดงความสัมพันธ์ของระยะห่างจากเป้าหมายที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้อิทธิพลจากระดับหนึ่งและการขาดแคลนเงินทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าหาเป้าหมาย ..... 53

ตารางที่ 4.14 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ..... 56

ตารางที่ 4.15 แสดงความสัมพันธ์ของปริมาณการขาดแคลนเงินที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้อิทธิพล  
จากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้ ..... 62

ตารางที่ 4.16 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ..... 65

ตารางที่ 4.17 แสดงความสัมพันธ์ของการใช้เงินลงทุนที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน..... 69



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบสัดส่วนหน้าเข้าหากับสัดส่วนหน้าของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย..... 42



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ประกอบด้วยส่วนหนี้และส่วนของผู้ถือหุ้นหรือส่วนทุน ซึ่งส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท (Value of firm) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial risk) และการจัดการทางการเงิน (Financial management) ที่มีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัท โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการตัดสินใจลงทุน การจัดหาเงินทุนและการจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาและงานวิจัยทางด้านโครงสร้างเงินทุน (Capital structure) ได้ให้ความสำคัญต่อบทบาทและหน้าที่ของโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย (Target capital structure) เพราะเป็นแนวทางในการจัดหาเงินทุนของบริษัทไปใช้ในการดำเนินงานหรือการลงทุนในอนาคต และจากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้กล่าวถึงคุณลักษณะของสัดส่วนหนี้ที่เหมาะสม (Optimal leverage) (Fischer, Heinkel and Zechner, 1989; Hull, 1999; Jalilvand and Harris, 1984; Marsh, 1982; Rajan, and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988) โดยได้กล่าวถึงความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target leverage) จะพบว่าสัดส่วนหนี้จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของบริษัท (Value of firm) และถ้าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สูงกว่าเป้าหมาย (Above target leverage) พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของบริษัท หรือกล่าวได้ว่าถ้าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ใกล้เป้าหมายจะส่งผลให้มูลค่าของบริษัทสูงกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ห่างจากเป้าหมาย และพบว่าบริษัทพยายามที่จะรักษาระดับโครงสร้างเงินทุนถึงแม้ว่าจะมีการเพิ่มลดส่วนหนี้หรือส่วนทุน เนื่องจากต้นทุนในการจัดหาเงินทุนและในการลงทุนของบริษัท

และโดยทั่วไปบริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน (Internal funds) และแหล่งเงินทุนภายนอก (External funds) โดยการจัดหาเงินแหล่งเงินทุนภายในมาจากกำไรสะสมของบริษัท (Retained earning) ส่วนแหล่งเงินทุนภายนอกมาจากการส่วนหนี้และส่วนทุน ทำให้บริษัทต้องเผชิญความเสี่ยงทางการเงินและต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนที่แตกต่างกัน (Myers, 1984) โดยต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก และส่วนทุนสูงกว่าส่วนหนี้ อันเป็นผลมาจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) (Leland and Pyle, 1977) ระหว่างนักลงทุนภายนอกกับ

ผู้บริหาร นอกจากนี้การจัดการจัดหาเงินทุนทำให้เกิดปัญหาระหว่างเจ้าหนี้ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้น (Agency problem) (Jensen and Meckling, 1976) ทำให้ผู้บริหารชื่นชอบที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อนเมื่อมีโครงการที่จะลงทุน

ดังนั้นความแตกต่างของต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนและความจำเป็นในการจัดหาเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนเข้าสู่เป้าหมาย และได้มีการศึกษาและสนับสนุนว่าบริษัทมีสัดส่วนหนี้เป้าหมาย แต่ก็ชอบที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน และเนื่องจากต้นทุนในการปรับ (Adjustment cost) ทำให้บริษัทมีการปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปโดยไม่ได้ปรับอย่างทันที (Hovakimian, Opler and Titman, 2001) นอกจากนี้ Fisher, Heinkel and Zechner (1989), Hovakimian, Hovakimian, and Tehranian (2004) และ Welch (2004) กล่าวสนับสนุนว่าบริษัทจะไม่ปรับโครงสร้างเงินทุนโดยทันทีแต่จะมีการปรับเข้าสู่เป้าหมายในระยะยาว

นอกจากนี้การศึกษาในอดีตได้มีสมมติฐานเกี่ยวกับการปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายด้วยความเร็วที่เท่ากัน ไม่ว่าจะเป็นการปรับส่วนหนี้หรือส่วนทุน แต่ในความเป็นจริงมีผลกระทบของต้นทุนในการปรับ (Adjustment cost) โดยที่ต้นทุนค่าใช้จ่ายของส่วนทุนสูงกว่าส่วนหนี้จึงน่าจะทำให้มีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายไม่เท่ากัน นอกจากนี้การปรับโครงสร้างเงินทุนน่าจะมีผลจากความต้องการจัดหาเงินทุนของบริษัท เพราะเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายบริษัทจะบริษัทจะลดหนี้มากกว่าที่จะซื้อหุ้นคืนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน เพราะการลดหนี้จะช่วยให้อำนาจบริหารสามารถจัดหาเงินจากส่วนหนี้ในอนาคตและหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่เมื่อบริษัทมีความต้องการใช้เงินทุน ดังนั้นในการศึกษานี้ได้ทำการศึกษาถึงผลของระดับหนี้และความต้องการจัดหาเงินทุนรวมถึงคุณลักษณะของบริษัทและความเร็วที่มีต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน ทั้งนี้เพื่อที่จะช่วยให้เข้าใจพฤติกรรมในการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

## 1.2 บริบทของปัญหา

พฤติกรรมในการปรับโครงสร้างเงินทุนและความเร็วในการปรับเข้าสู่เป้าหมายของบริษัทในประเทศไทย ส่องกงและญี่ปุ่นมีความแตกต่างกันหรือไม่ และเมื่อบริษัทมีความต้องการในการจัดหาเงินทุนจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

### 1.3 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายโดยพิจารณาผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) ด้วย
2. เพื่อศึกษาผลของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีต่อความเร็วและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
3. เพื่อศึกษาผลของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
4. เพื่อศึกษาผลของการตัดสินใจในการลงทุนของบริษัทที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีอยู่

### 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

1. บริษัทที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย ฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย โดยใช้ข้อมูลเป็นรายปี ในช่วง พ.ศ. 2535 จนถึง พ.ศ. 2547
2. บริษัทที่ทำการศึกษาไม่รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มธุรกิจหลักทรัพย์ และกลุ่มธุรกิจประกันภัยเนื่องจากมีโครงสร้างที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจทั่วไป

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบผลของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายโดยพิจารณาผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect)
2. ทำให้ทราบถึงความเร็วในการปรับเข้าหาโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย
3. ทำให้ทราบผลของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนต่อพฤติกรรมการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
4. ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนกับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

5. ทำให้ทราบว่าการลงทุน ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน
6. สามารถเปรียบเทียบผลของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนในประเทศฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย
7. ใช้ในการจัดลำดับความสำคัญในการให้สินเชื่อแก่ลูกค้าโดยพิจารณาระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุน

## 1.6 วิธีดำเนินการวิจัย

ในการศึกษาผู้วิจัยแบ่งการศึกษาออกเป็น 4 ส่วน คือ

1. การศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน เป้าหมาย โดยพิจารณาผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) และใช้ข้อมูลงบการเงินถูกนำมาวิเคราะห์ด้วยวิธีทางเศรษฐมิติและใช้ตัวแปรคุณลักษณะของบริษัทและตัวแปรหุ่นประกอบการประมาณค่าด้วยการประมาณการแบบ Pool least square Fixed effect และ Random effect
2. การศึกษาระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยใช้ข้อมูลงบการเงินและสถานะทางการเงินของบริษัทจะถูกนำมาวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ
3. การศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยใช้ข้อมูลงบการเงินและสถานะทางการเงินของบริษัทจะถูกนำมาวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ
4. การศึกษาการลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีอยู่ โดยใช้ข้อมูลงบการเงินและสถานะทางการเงินของบริษัทจะถูกนำมาวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ

### 1.7 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

เนื้อหาของวิทยานิพนธ์เล่มนี้สรุปได้ดังนี้ บทที่ 1 กล่าวถึงที่มาและความสำคัญของการศึกษา บทที่ 2 กล่าวถึงแนวคิดและทฤษฎีรวมถึงเอกสารและงานวิจัย บทที่ 3 กล่าวถึงการเก็บรวบรวมข้อมูล แบบจำลองและวิธีการที่ใช้ในการศึกษา บทที่ 4 กล่าวถึงผลการวิเคราะห์ข้อมูล บทที่ 5 กล่าวถึงบทสรุปของการศึกษาและข้อเสนอแนะ



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎี

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนในอดีต แบ่งออกเป็น 3 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory) ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) และทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market timing theory)

##### 2.1.1 ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade off theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนถูกเสนอเป็นครั้งแรกโดย Modigliani and Miller (1958) ภายใต้สมมติฐานตลาดสมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของบริษัท แต่ในความเป็นจริง ตลาดไม่สมบูรณ์และมีปัญหาด้านภาษี ปัญหาดัวแทน (Agency problem) และปัญหาความอ่อนแอทางการเงิน (Financial distress problem) เพราะฉะนั้นจึงส่งผลกระทบต่อตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนเพราะมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท และมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนการก่อหนี้ที่เพิ่มขึ้น กล่าวได้ว่าบริษัทพยายามที่จะจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท โดยมีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อ การก่อหนี้ของบริษัท

1. ด้านภาษี (Tax) เมื่อบริษัทดำเนินกิจการและมีรายได้จากการดำเนินงาน ส่งผลให้บริษัทจะต้องจ่ายภาษีให้กับรัฐ แต่ก็สามารถที่จะทำการยื่นขอลดหย่อนภาษี เพราะบริษัทจะต้องชำระดอกเบี้ยหรือหนี้สินคืนให้กับเจ้าหนี้ ซึ่งจะนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายก่อนการคิดภาษีที่บริษัทจะต้องจ่าย เพราะฉะนั้นจึงเป็นการสนับสนุนให้เกิดการก่อหนี้เพิ่มขึ้นและทำให้สัดส่วนหนี้เป้าหมายสูงขึ้นด้วย แต่การจ่ายเงินปันผล (Dividend payment) จะไม่สามารถนำไปลดหย่อนภาษีได้ และอัตราภาษีส่วนเพิ่ม (Marginal tax rate) มีความสัมพันธ์โดยตรงกับระดับรายได้ของบริษัท ถ้าบริษัทมีรายได้มากทำให้ต้องจ่ายภาษีเพิ่มขึ้นตามไปด้วย แต่ทว่าบริษัทสามารถก่อหนี้ได้ถึงจุดหนึ่ง เพราะจะทำให้ไม่ได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้มากขึ้นกว่าเดิมและอาจจะทำให้บริษัทประสบปัญหาทางการเงินได้และ DeAngelo and Masulis (1980) พบว่าผลประโยชน์ทางภาษี (Tax shield) จากการก่อหนี้ไม่สามารถที่จะดึงดูดให้บริษัทที่มีการป้องกันภาษีของส่วนที่มีหนี้สิน (Non-debt tax shield) สูง เพราะว่าไม่สามารถที่จะหักเป็นค่าใช้จ่ายได้ นอกจากนี้การเปลี่ยนแปลงการจัดเก็บภาษียังมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทด้วย

2. ด้านต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy cost) การก่อหนี้มีประโยชน์ในการช่วยลดหย่อนภาษี แต่การก่อหนี้ในปริมาณมากเกินไปจะทำให้ต้นทุนล้มละลายเพิ่มขึ้นและอาจจะส่งผลให้เกิดล้มละลายในที่สุด ดังนั้นต้นทุนล้มละลายจะเพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง (Flath and Knoeber, 1980) และถ้ามีโอกาสที่จะล้มละลายสูงทำให้บริษัทลดระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Castanias, 1983) และสามารถกล่าวในทำนองเดียวกันว่าบริษัทที่มีรายได้ไม่แน่นอนหรือไม่คงที่ จะทำให้มีต้นทุนการล้มละลายสูงกว่าบริษัทที่มีรายได้มั่นคงหรือที่แน่นอนกว่า เพราะว่าบริษัทที่มีรายได้ไม่คงที่ทำให้ไม่สามารถที่จะชำระหนี้ที่มีได้ และบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนน้อยจะทำให้มีสัดส่วนหนี้เป้าหมายต่ำกว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนสูง เนื่องจากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนสูงจะมีรายได้มั่นคงกว่า

3. ปัญหาตัวแทน (Agency problem) ซึ่ง Jensen and Meckling (1976) และ Jensen (1986) ได้พิจารณาความขัดแย้งระหว่างกลุ่มคนที่มีความเกี่ยวข้องกันในบริษัท ได้แก่ ผู้บริหาร (Managers) ผู้ถือหุ้น (Shareholders) และเจ้าหนี้ (Bondholders หรือ Debtholders)

ความขัดแย้งระหว่างเจ้าหนี้กับผู้ถือหุ้นในเรื่องของความเสี่ยงซึ่ง Galai and Masulis (1976) ได้ทำการศึกษาและพบว่าเนื่องจากเจ้าหนี้จะเป็นผู้รับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นจากการล้มละลาย โดยที่ถ้าบริษัทมีผลการลงทุนที่ได้กำไรสูงผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์สูงสุด แต่ถ้าผลของการลงทุนล้มเหลวหรือขาดทุนจะทำให้เจ้าหนี้เป็นผู้ที่ได้รับความเสียหายสูงสุด เพราะผู้ถือหุ้นมีการจำกัดสิทธิ์ในการรับผิดชอบหนี้สินตามสัดส่วนการถือหุ้น ดังนั้นจึงเป็นการส่งเสริมสนับสนุนให้มีการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง โดยอาจจะกล่าวได้ว่าการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยง เปรียบเสมือนการดึงเอาความมั่งคั่งมาจากเจ้าหนี้ ซึ่งจะเป็นผู้ที่ต้องแบกรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ทั้งที่ผลตอบแทนที่เจ้าหนี้จะได้รับมีค่าเท่าเดิม

ความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร (Manager) กับผู้ถือหุ้น (Shareholders) เพราะว่าผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของบริษัทหรือผู้บริหารไม่ได้รับผลกำไรทั้งหมดจากการดำเนินงาน และต้นทุนการล้มละลายที่อาจจะเกิดขึ้นจะถูกนำไปจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้ของบริษัท แต่ผู้บริหารยังต้องรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นทั้งหมด ซึ่งความขัดแย้งจะกระตุ้นให้การบริหารงานของผู้บริหารอาจจะไม่ก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่บริษัท แต่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้บริหารเองได้ ดังนั้นการเพิ่มหนี้จะช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น เพราะการที่มีหนี้สินจะช่วยลดกระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัท (Free cash flow) ทำให้ผู้บริหารจะมีเงินใช้ในการดำเนินงานอย่างจำกัดและไม่สามารถที่จะนำเงินไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว (Jensen, 1986) และ Murphy (1985) พบว่าการให้ผลตอบแทนนอกเหนือจากเงินเดือนจากการบริหารจะเป็นปัจจัยที่ลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้

## 2.1.2 ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking order theory)

Myers และ Majluf (1984) ได้เสนอทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้นซึ่งได้พัฒนาจากพื้นฐานแนวคิดเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) ที่ผู้บริหารทราบข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าและความเสี่ยงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก และจะบริหารบริษัทเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น

Myers and Majluf (1984) พบว่าเมื่อผู้บริหารจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อหุ้นมีราคาสูงและทำให้ราคาหุ้นลดลง เนื่องจากนักลงทุนมีกังวลเกี่ยวกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอก และนักลงทุนคาดว่าจะเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่าต้องการกระจายความเสี่ยงของบริษัทและส่วนผู้ถือหุ้นเดิมก็เสียประโยชน์จากการเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบเป็นการให้ประโยชน์กับผู้ถือหุ้นรายใหม่และผู้ถือหุ้นเดิมเสียประโยชน์ ซึ่งทำให้ผู้บริหารอาจจะไม่สามารถออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำไปลงทุนในโครงการใหม่ที่มีผลตอบแทนสูง ดังนั้นเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาผู้บริหารจะจัดหาเงินทุนที่ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นโดยใช้แหล่งเงินทุนภายในหรือการจัดหาเงินจากส่วนหนี้ ดังนั้นในการจัดหาเงินทุนจึงเป็นการตัดสินใจเลือกระหว่างจากแหล่งเงินทุนภายในกับจากแหล่งเงินทุนภายนอก

Myers (1984) กล่าวว่าบริษัทไม่มีจำเป็นต้องมีสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้และส่วนทุนซึ่งมาจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทำให้บริษัทไม่มีความจำเป็นต้องมีสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Optimal leverage) หรือถ้าบริษัทมีสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมอยู่แล้ว ต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนภายนอกจะมีความสำคัญกว่าต้นทุนที่เกิดจากโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมของบริษัท โดยบริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น เริ่มจากการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน ซึ่งจะเป็นกำไรสะสมหรือเงินส่วนที่เก็บไว้เพื่อการลงทุนและเมื่อบริษัทมีความต้องการที่จะใช้เงิน แต่แหล่งเงินทุนภายในมีไม่เพียงพอ บริษัทก็จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดยสามารถเรียงลำดับจาก ส่วนหนี้สิน (Debt) ได้แก่การกู้ยืมจากสถาบันการเงินไม่ว่าจะเป็นหนี้ระยะสั้นหรือหนี้ระยะยาวและการออกตราสารหนี้ และส่วนทุน (Equity) ได้แก่ การออกหุ้น ตามลำดับ และบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูง หรือมีโครงการที่จะลงทุนในอนาคต ทำให้บริษัทจะลดสัดส่วนหนี้เพื่อที่จะหลีกเลี่ยงการที่จะต้องจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน

โดยในเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล Leland and Pyle (1977) พบว่าการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท เนื่องจากถ้าผู้บริหารลดสัดส่วนการถือหุ้นแสดงว่าผู้บริหารต้องการที่จะลดความเสี่ยงจากการถือหุ้น แต่ถ้าผู้บริหารเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นแสดงว่าผู้บริหารมีการคาดการณ์ว่าจะได้รับผลตอบแทนสูงจากการลงทุนซึ่งทำให้ราคาหุ้นจะ

เพิ่มขึ้น Miller and Rock (1985) พบว่าตลาดทุนจะมีปฏิกริยาทางบวกกับการประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจากการลงทุนจะมีเสถียรภาพ Jensen (1986) ทำการเปรียบเทียบการปันผลกับกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผลหรือโครงสร้างเงินทุนจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นและหุ้นกู้

### 2.1.3 ทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market timing theory)

ทฤษฎีการจับจังหวะตลาดได้รับการนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Baker and Wurgler (2002) กล่าวว่าราคาหุ้นมีผลจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท ซึ่งเป็นที่ทราบกันว่าในการจัดหาเงินทุน โดยการเพิ่มทุนเมื่อหุ้นมีราคาสูงและซื้อหุ้นคืนเมื่อหุ้นมีราคาต่ำ นอกจากนี้ Baker and Wurgler (2002) กล่าวว่าหลังจากที่บริษัทจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุน ทำให้มูลค่าหุ้นของบริษัทเป็นไปตามที่ควรจะเป็น โดยที่ความสำคัญของการมีโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมมีความสำคัญน้อยกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่มีความเปลี่ยนแปลง เนื่องจากผลของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) และหลังจากการทดสอบได้ผลพบว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของกิจการเกิดการจับจังหวะตลาดในการเสนอขายหุ้น ส่งผลให้การจับจังหวะตลาดเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ในความคิดพื้นฐานที่ว่าผู้บริหารจะมองคุณภาพตลาดในขณะนั้น ทั้งตลาดตราสารหนี้และตลาดหุ้น ในกรณีที่บริษัทมีความจำเป็นที่จะจัดหาเงินทุน ผู้บริหารจะเลือกใช้ตลาดที่เอื้ออำนวยประโยชน์ต่อบริษัทมากกว่า แต่ถ้าทั้งสองตลาดยังไม่เอื้ออำนวยประโยชน์ต่อบริษัทมากนักหรือไม่เอื้อประโยชน์เลย ผู้บริหารอาจจะทำการยื้อระยะเวลาในการจัดหาเงินทุนได้

จากงานวิจัยของ Korajczyk et al. (1991) พบว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มเมื่อบริษัทได้ประกาศข่าวสารให้นักลงทุนภายนอกได้รับทราบ ซึ่งเป็นการช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล

จากงานวิจัยของ Hovakimian, Opler and Titman (2001) พบว่าเมื่อราคาหุ้นของบริษัทมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีของบริษัท ทำให้บริษัทตัดสินใจออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่าได้ถอนตราสารหนี้และการซื้อหุ้นคืน

นอกจากนี้ยังมีปัจจัยจากคุณลักษณะซึ่งมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่แตกต่างกัน

ขนาดของบริษัท (Firm size) Titman and Wessels (1988) กล่าวว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายการลงทุนมากกว่า โอกาสในการล้มละลายน้อยกว่า รายได้ของบริษัทมี

ความแปรปรวนน้อยกว่า และมีความสามารถในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995)

โอกาสในการลงทุน (Growth opportunity) (Fama and French, 2002; Hovakimian, Opler and Titman, 2001; Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988) บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงบริษัทจะมีการจัดหาเงินทุนจากส่วนนี้ลดลงแต่จะจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนแทน เนื่องจากราคาหุ้นจะสะท้อนโอกาสในการลงทุนของบริษัท

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยสามารถกล่าวได้ว่าโอกาสล้มละลายจะเพิ่มขึ้นเมื่อมีความผันผวนของรายได้มากขึ้น เนื่องจากรายได้จากดำเนินงานไม่มีผลจากสัดส่วนหนี้แต่รายได้จากการดำเนินงานมีส่วนในการจ่ายดอกเบี้ย Fama and French (2002) กล่าวว่าภายใต้ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ส่งผลให้บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงคาดว่าจะมีสัดส่วนหนี้สูง แต่ภายใต้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นส่งผลให้มีสัดส่วนหนี้ต่ำ (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995; Titman and Wessels, 1988)

สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset) สอดคล้องกับขนาดของบริษัท เพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีสินทรัพย์ที่มีตัวตนจำนวนมาก Titman and Wessels (1988) กล่าวว่าสินทรัพย์ที่มีตัวตนสามารถใช้วัดจำนวนหลักทรัพย์ที่ใช้ในการประกันการก่อหนี้ หรือกล่าวว่าบริษัทที่มีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงว่ามีความสามารถในการก่อหนี้สูง (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995)

การป้องกันในส่วนที่มิใช่หนี้สิน (Non debt tax shields) จาก Modigliani and Miller (1985) กล่าวว่าสิ่งที่สนับสนุนการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้ คือ ประโยชน์ในการขอลดหย่อนภาษี ดังนั้นถ้ามีส่วนที่มิใช่หนี้สินที่สามารถลดหย่อนภาษีจำนวนมากจะส่งผลให้บริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะก่อหนี้ทำให้มีสัดส่วนหนี้ลดลง

สภาพคล่อง (Liquidity) Myers and Rajan (1998) กล่าวว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมีส่วนช่วยให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากภายนอก แต่ในบางกรณีจะลดความสามารถในการจัดหาเงินทุนจากภายนอก และ Prowse (1990) กล่าวว่าสภาพคล่องทางการเงินของบริษัทสามารถใช้แสดงถึงขอบเขตความสามารถในการควบคุมของผู้ถือหุ้นในการจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ และตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยจะใช้แหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรกเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการและการลงทุน ดังนั้นบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินเพียงพอ ทำให้ไม่จำเป็นที่จะต้องเพิ่มเงินทุนจากภายนอกและคาดว่าจะมีสัดส่วนหนี้ที่ต่ำลงเพื่อรักษาความสามารถในการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้ที่สามารถจัดหาได้ง่าย

## 2.2 เอกสารและงานวิจัยอื่นที่เกี่ยวข้อง

Modigliani and Miller's (1958) กล่าวว่า การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความแตกต่างระหว่างสัดส่วนหนี้ในปัจจุบันกับสัดส่วนหนี้เป้าหมาย เนื่องจากสัดส่วนหนี้ (Leverage) ของโครงสร้างเงินทุนได้ถูกกำหนดจากการคาดการณ์ ความอ่อนแอทางการเงิน (Financial distress) ของบริษัทและพิจารณาถึงข้อได้เปรียบทางภาษี

Taggart (1977) ทำการศึกษารูปแบบการจัดหาเงินทุนของบริษัท โดยพิจารณาแหล่งเงินทุนถาวร (Permanent capital) ประกอบด้วยกำไรสะสมจากการดำเนินงาน หนี้สินระยะยาว และส่วนทุน ซึ่งบริษัทจะดูแลรักษาความสามารถในการก่อหนี้และพบว่าในการปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าสู่เงินทุนถาวรเป้าหมายอย่างช้า ส่วนสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องและหนี้สินระยะสั้นเป็นส่วนสำคัญในการจัดหาเงินทุนเมื่อเกิดการขาดแคลนเงินทุนส่งผลให้เกิดการปรับโครงสร้างเงินทุนในช่วงสั้น นอกจากนี้ยังพบว่านโยบายในแต่ละช่วงเวลาอาจจะทำให้เกิดความเร็วในการปรับเข้าสู่เป้าหมายเร็วขึ้นหรือช้าลงซึ่งเกิดจากนโยบายการใช้จ่ายของเงินทุน

Marsh (1982) ภายใต้อิทธิพลในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนจากส่วนหนี้หรือส่วนทุนเป็นผลมาจากความแตกต่างระหว่างสัดส่วนหนี้ในปัจจุบันกับสัดส่วนหนี้เป้าหมาย โดยได้รับอิทธิพลจากขนาดของบริษัท (Firm size) ความเสี่ยงในการล้มละลาย (Bankruptcy risk) และทรัพย์สินของกิจการ

Jalilvand and Harris (1984) ทำการทดสอบการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งประกอบไปด้วย การก่อหนี้ระยะยาว การก่อหนี้ระยะสั้น การรักษาสภาพคล่องของบริษัท การออกหุ้นและการจ่ายเงินปันผล พบว่าบริษัทที่มีพฤติกรรมทางการเงินที่จะปรับเข้าสู่เป้าหมายในระยะยาวและมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายที่แตกต่างกัน โดยการตัดสินใจทางการเงินมีผลมาจากขนาดของบริษัท อัตราดอกเบี้ยและราคาหุ้นมีผลต่อความเร็วในการปรับ

Fischer, Heinkel and Zechner (1989) ได้พัฒนาแบบจำลองของโครงสร้างเงินทุนที่มีผลกระทบของต้นทุนการปรับโครงสร้างเงินทุนโดยใช้ขนาดของบริษัท ความเสี่ยง ภาษีและต้นทุนล้มละลาย และพบว่าเมื่อต้นทุนในการปรับโครงสร้างเงินทุนต่ำทำให้เกิดการเคลื่อนไหวของสัดส่วนหนี้ในช่วงกว้าง

Shyam-Sunder and Myers (1999) ทำการศึกษาและเปรียบเทียบระหว่าง แนวความคิด Trade off theory กับแนวความคิด Pecking order theory ในการจัดหาเงินทุนของบริษัท ซึ่งพบว่า Pecking order theory เป็นตัวที่มีความสามารถสูงในการอธิบายพฤติกรรมในการจัดหาเงินทุน แต่ก็ไม่สามารถที่จะปฏิเสธว่ามีความขัดแย้งหรือต่อต้าน Tradeoff theory

Ozkan (2001) ทำการศึกษาโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของบริษัทและกระบวนการปรับ ในระยะยาวของสหราชอาณาจักร ซึ่งใช้วิธีการประมาณการ GMM เพื่อใช้ในการควบคุม ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Firm-specific) แบบ Fixed effect ซึ่งไม่สามารถสังเกตหรือวัดได้ เนื่องจากเป็นส่วนสำคัญที่มีผลกับการตัดสินใจทางการเงินของบริษัท โดยได้แสดงให้เห็นว่าบริษัท มีสัดส่วนหนี้เป้าหมายและมีการปรับเข้าสู่เป้าหมายในระยะยาว ซึ่งแสดงว่าต้นทุนในการจัดหา เงินทุนหรือต้นทุนในการปรับมีส่วนที่ทำให้อยู่ห่างจากเป้าหมาย

Chen (2004) ทำการศึกษาปัจจัยในการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียน ในประเทศจีนตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนซึ่งพบว่ามีความสามารถในการอธิบายการตัดสินใจ เลือกลงใช้แหล่งเงินทุน โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด การประมาณการ แบบ Fixed effect และ Random effect ซึ่งพบว่าในส่วนนี้สินรวมเป็นการประมาณการแบบ Fixed effect ที่มีความเหมาะสมกว่า ส่วนนี้สินระยะยาวเป็นการประมาณการแบบ Random effect ที่มีความเหมาะสมกว่า และพบว่าการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนเรียงจากกำไรสะสม ส่วนทุน และหนี้สินระยะยาว

Leary and Roberts (2005) ทำการยืนยันว่ามีการปรับโครงสร้างเงินทุนมีความสำคัญต่อ นโยบายทางการเงินและอยู่ภายใต้ช่วงโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม เนื่องจากต้นทุนในการปรับ โครงสร้างเงินทุน นอกจากนี้ยังพบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วความจำเป็นในการจัดหาเงินทุนเพื่อการ ลงทุนในโครงการขนาดใหญ่

รุ่งทิพย์ กมลพรพันธ์ (2540) ทดสอบการบริหารสัดส่วนหนี้ของบริษัทที่อยู่ในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2537-2539 โดยใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares หรือ OLS) โดยวัดจากการเปลี่ยนแปลงค่าของสัดส่วนหนี้ที่คาดว่าจะ เป็น ถ้ามีการ เพิ่มเงินทุนเทียบกับการเปลี่ยนแปลงค่าสัดส่วนหนี้ที่เกิดขึ้นจริงหลังจากการเพิ่มเงินทุน ผลจาก การศึกษาสำหรับ มูลค่าตามบัญชีของสัดส่วนหนี้ จะพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วผู้บริหารมีความพยายามที่ จะรักษาระดับสัดส่วนหนี้ให้อยู่ใกล้เคียงกับอุตสาหกรรม แต่มูลค่าตามตลาดของสัดส่วนหนี้ ยังไม่ สามารถสรุปได้

พันธุ์นิติ เหนียนเฉย (2543) ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทยโดยใช้การวิเคราะห์โมเดลความสัมพันธ์โครงสร้างเชิงเส้นหรือโมเดลลิสมัล ซึ่งพบว่าปัจจัยทางภาษี การลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ขนาดของกิจการและความสามารถในการทำกำไร ไม่สามารถอธิบายโครงสร้างเงินทุนได้อย่างมีนัยสำคัญ แต่ปัจจัยความอ่อนแอทางการเงินมีผลต่อโครงสร้างเงินทุน

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์ (2545) ทำการทดสอบทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นโดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติและแบบทดสอบในการศึกษา ซึ่งพบว่าบริษัทในประเทศไทยมีการจัดหาเงินทุนแนวทางเดียวกันกับทฤษฎี

รจเรช กัลปากรณ์ (2545) ทำการศึกษาปัจจัยทางสภาวะทางเศรษฐกิจมหภาคและปัจจัยคุณลักษณะเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายและพฤติกรรมการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์สำหรับการระดมเงินทุนเพิ่ม โดยในขั้นแรกอาศัยการวิเคราะห์ความถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary least squares หรือ OLS) และในขั้นที่สองใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโดยวิธีโลจิสต์ (Logit regression) ผลของการศึกษาพบว่าปัจจัยทางสภาวะทางเศรษฐกิจมีผลกระทบต่อข้อกำหนดสัดส่วนโครงสร้างเงินทุน



## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในการศึกษาใช้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย แต่ไม่ได้รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ กลุ่มธนาคาร กลุ่มธุรกิจหลักทรัพย์และกลุ่มธุรกิจประกันภัย เวลาในการศึกษา พ.ศ. 2535 ถึง 2547 ใช้แหล่งข้อมูลงบการเงินและอัตราดอกเบี้ยจาก Datastream

#### 3.2 สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

สมมติฐานที่ 1.1 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากผลกำไรที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทจะถูกเก็บเอาไว้ในรูปของกำไรสะสม (Retained earning) และเมื่อบริษัทต้องการลงทุนก็จะนำเงินส่วนนี้มาใช้ก่อน แต่ถ้ามีไม่พอเพียงกับความต้องการส่งผลให้บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้น สอดคล้องตามทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น

สมมติฐานที่ 1.2 ขนาดของบริษัท (Firm size) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากขนาดของบริษัทที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโอกาสที่บริษัทจะล้มละลาย เพราะว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีการกระจายความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็กทำให้ไม่มีความผันผวนของรายได้จึงส่งผลให้มีความสามารถในการก่อหนี้ได้มากกว่า

สมมติฐานที่ 1.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากการก่อหนี้จะต้องมีสินทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันการกู้ยืม ได้แก่ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เป็นต้น ทำให้เจ้าหนี้มีความมั่นใจว่าจะได้รับการชำระหนี้เนื่องจากมีสินทรัพย์ค้ำประกันอยู่ ดังนั้นบริษัทที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากจะสามารถก่อหนี้ได้มากตามไปด้วย

สมมติฐานที่ 1.4 สภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากบริษัทขอใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อนเนื่องจากต้นทุนค่าใช้จ่ายของแหล่งเงินทุนภายในถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้นถ้าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูง ทำให้ไม่ต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก

สมมติฐานที่ 1.5 โอกาสในการลงทุน (Growth opportunity) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เมื่อบริษัทมีโอกาสในการลงทุนมากทำให้ลดปัญหาเรื่องตัวแทน (Agency problem) อันเนื่องมาจากกระแสเงินสดส่วนเกินของบริษัท โดยผู้บริหารจะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่มีเหมาะสมทำให้ไม่มีความจำเป็นที่จะก่อกำหนดขึ้นเพื่อบังคับให้ผู้บริหารนำเงินไปลงทุนในโครงการที่เหมาะสม

สมมติฐานที่ 1.6 การป้องกันภาษีในส่วนที่ไม่มีหนี้สิน (Non debt tax shields) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์ในการลดหย่อนภาษีจากส่วนที่ไม่มีหนี้สิน เช่น ค่าเสื่อมราคา ดังนั้นบริษัทที่มีส่วนที่ไม่มีหนี้สินจำนวนมากแต่ได้ประโยชน์ทางภาษีทำให้บริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะก่อกำหนดขึ้นเพื่อให้ได้ประโยชน์ทางภาษี แต่

สมมติฐานที่ 1.7 อัตราดอกเบี้ย (Interest rate) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

เนื่องจากถ้าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้บริษัทออกตราสารหนี้ก่อน เพราะต้นทุนเงินทุนของบริษัทจะสูงกว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับ

ตารางที่ 3.1 แสดงสมมติฐานสำหรับความสัมพันธ์ของปัจจัยต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุน

ตัวแปร (Variables)	ความสัมพันธ์ที่คาดว่าจะเกิด
ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)	-
ขนาดของบริษัท (Firm size)	+
สินทรัพย์ที่มีตัวตน (Tangible asset)	+
สภาพคล่อง (Liquidity)	-
โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)	-
การป้องกันในส่วนที่ไม่มีภาษี (Non debt tax shields)	-
อัตราดอกเบี้ย (Interest rate)	+

สมมติฐานที่ 2 ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

สมมติฐานที่ 2.1 เมื่อมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายคาดว่าจะมีการปรับเข้าหาเป้าหมาย

เนื่องจากบริษัทพยายามที่จะชดเชยต้นทุนค่าใช้จ่ายกับผลประโยชน์จากหนี้สินที่มีทำให้มีการปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อบริษัทมีระดับหนี้ห่างจากเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade off theory)

สมมติฐานที่ 2.2 เมื่อมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายคาดว่าจะมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายแตกต่างกัน

เนื่องจากต้นทุนในการปรับ (Adjustment cost) และความต้องการใช้เงินทุนของบริษัทส่งผลให้มีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายแตกต่างกัน

สมมติฐานที่ 2.3 เมื่อไม่มีความต้องการใช้เงินทุนคาดว่าจะเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย

เนื่องจากระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย (Above target) จะมีต้นทุนจากการก่อหนี้สูงกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้ แต่ถ้ระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target) จะมีลักษณะตรงกันข้ามกับระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย ทำให้เมื่อบริษัทไม่มีความต้องการใช้เงินทุนส่งผลให้บริษัทที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะลดหนี้สินที่มีอยู่และมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย

สมมติฐานที่ 2.4 บริษัทที่มีความต้องการใช้เงินทุนคาดว่าจะเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

เนื่องจากบริษัทมีความต้องการใช้เงินทุนและกำไรสะสมของบริษัทไม่เพียงพอทำให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ และการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อหนี้เพิ่มขึ้นและทำให้บริษัทได้รับประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากกว่าเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

สมมติฐานที่ 3 คุณลักษณะของบริษัทมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

บริษัทที่มีศักยภาพในการดำเนินงานสูงทำให้บริษัทไม่ต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก และมีส่วนสนับสนุนในการปรับเข้าหาเป้าหมายโดยการเปลี่ยนแปลงส่วนหนี้หรือส่วนทุน

สมมติฐานที่ 4 การลงทุนของบริษัทที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุน

เพราะบริษัทจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทมีการลงทุน แต่บริษัทจะมีการก่อหนี้มากหรือน้อยขึ้นอยู่กับระดับหนี้และความจำเป็นที่จะต้องก่อหนี้ของบริษัท เพราะถ้าบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินจะส่งผลให้บริษัทก่อหนี้ลดลง แต่ถ้าบริษัทขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้บริษัทก่อหนี้มากขึ้น

### 3.3 วิธีการวิจัย

3.3.1 การศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยพิจารณาผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect)

Individual effect แบ่งออกเป็นแบบ Fixed effect และ Random effect ซึ่งเป็นการประมาณการที่รวมลักษณะเฉพาะที่ไม่สามารถวัดได้ในแต่ละบริษัทและในแต่ละช่วงเวลา โดยทำการศึกษาในแต่ละประเทศซึ่งแบ่งออกเป็น 9 กลุ่ม ภายใต้หลักการพื้นฐานของ FTSE Global Classification System

ตารางที่ 3.2 แสดงจำนวนบริษัทในแต่ละประเภทกลุ่มเศรษฐกิจของฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย

ประเภทกลุ่มเศรษฐกิจ (Economics groups)	ประเทศ		
	ฮ่องกง	ญี่ปุ่น	ไทย
Basic industries	8	136	114
Cyclical Consumer Goods	8	103	66
Cyclical Services	30	154	64
General Industrials	11	147	9
Information Technology	4	91	13
Non-Cyclical Consumer Goods	8	108	58
Non-Cyclical Services	5	19	7
Resources	2	8	10
Utilities	6	16	8
รวม	82	782	349

## 3.2.1.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

$$\left(\frac{D}{TA}\right)_{i,t} = \beta_1 \text{PROF}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{TAN}_{i,t} + \beta_4 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDT}_{i,t} + \beta_7 \text{INT}_t + u_{i,t} \quad (1)$$

$(D/TA)_{i,t}$	=	หนี้สินรวมหรือหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{PROF}_{i,t}$	=	รายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{SIZE}_{i,t}$	=	ขนาดของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$ โดยใช้ลอการิทึมของสินทรัพย์
$\text{TAN}_{i,t}$	=	สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{LIQ}_{i,t}$	=	สินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียนของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{GROWTA}_{i,t}$	=	การเติบโตของยอดขายต่อการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{NDT}_{i,t}$	=	ค่าเสื่อมราคาต่อด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท $i$ ณ เวลา $t$
$\text{INT}_t$	=	อัตราดอกเบี้ย ณ เวลา $t$
$u_{i,t}$	=	ความคลาดเคลื่อน (Error term) ที่เป็นอิสระจากกัน โดยมีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และความแปรปรวนเท่ากับ $\sigma^2$

การประมาณการที่รวม Individual effect แบ่งออกเป็น การประมาณการแบบ Fixed effect (FE) และ Random effect (RE)

การประมาณการแบบ Fixed effect สมมติให้ค่าคงที่หรือปัจจัยคุณลักษณะที่ไม่สามารถวัดได้ของสมการมีลักษณะเป็นค่าคงที่โดยเปลี่ยนแปลงไปตามแต่ละบริษัท เรียกอีกอย่างว่า Least square with dummy variable (LSDV)

$$\left(\frac{D}{TA}\right)_{i,t} = \mu_i + \beta_1 \text{PROF}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{TAN}_{i,t} + \beta_4 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDT}_{i,t} + \beta_7 \text{INT}_t + u_{i,t} \quad (2)$$

$\mu_i$	=	Individual effect ของบริษัท $i$
$u_{i,t}$	=	ตัวแปรความคลาดเคลื่อน (Error term)

แบบจำลองแบบ Random effect สมมติให้ค่าคงที่หรือปัจจัยคุณลักษณะที่ไม่สามารถวัดได้ของสมการมีลักษณะเป็นแบบสุ่ม (Random) และรวมเข้าไปอยู่ในองค์ประกอบของ error term

$$\left(\frac{D}{TA}\right)_{i,t} = \eta_{it} + \beta_1 \text{PROF}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{TAN}_{i,t} + \beta_4 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_5 \text{GROWTA}_{i,t} + \beta_6 \text{NDT}_{i,t} + \beta_7 \text{INT}_t + u_{i,t} \quad (3)$$

โดยที่  $\eta_{it} = \mu_i + \xi_{it}$  จะได้  $w_{i,t} = u_{i,t} + \xi_{it}$

$\xi_{it}$  = ตัวแปรความคลาดเคลื่อนของ Individual effect มีลักษณะแบบสุ่ม

$w_{i,t}$  = ตัวแปรความคลาดเคลื่อน (Error term) โดยที่รวม Random effect

### 3.2.1.2 สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานว่ามีลักษณะผลกระทบของแต่ละบริษัทแบบ Fixed effect (FE) หรือไม่

$$H_0 : \mu_i = 0$$

$$H_1 : \mu_i \neq 0$$

เมื่อ  $i$  คือ ลำดับสัมพันธ์ตัวที่  $i$  และถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่ามีผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) แบบ Fixed effect คือ มีคุณลักษณะเฉพาะที่ไม่สามารถวัดได้เป็นแบบคงที่ในแต่ละบริษัท

- การทดสอบสมมติฐานว่ามีลักษณะผลกระทบของแต่ละบริษัทแบบ Random effect (RE) หรือไม่

$$H_0 : \sigma_\xi^2 = 0$$

$$H_1 : \sigma_\xi^2 \neq 0$$

เมื่อ  $\sigma_\xi^2$  คือ ความแปรปรวนของตัวแปรความคลาดเคลื่อน และถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่ามีผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) แบบ Random effect คือ มีคุณลักษณะเฉพาะที่ไม่สามารถวัดได้เป็นแบบสุ่มหรือไม่คงที่ในแต่ละบริษัท

- การทดสอบสมมติฐานว่าผลกระทบของแต่ละบริษัทมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระหรือไม่

$$H_0 : E\left(\frac{\mu_i}{X_{i,t}}\right) = 0$$

$$H_1 : E\left(\frac{\mu_i}{X_{i,t}}\right) \neq 0$$

โดยที่  $\mu_i$  คือ Individual effect ของบริษัท  $i$

$X_{i,t}$  คือ ตัวแปรคุณลักษณะ อาทิ ความสามารถในการทำกำไร

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่ามีผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) โดยการประมาณการแบบ Fixed effect จะมีความเหมาะสมกว่าการประมาณการแบบ Random effect เนื่องจากการที่ Individual effect ไม่ควรที่จะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

- การทดสอบความสามารถในการอธิบายของปัจจัยคุณลักษณะต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

$$H_0 : \beta_j = 0$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0$$

เมื่อ  $j$  คือ ลำดับสัมพันธ์ตัวที่  $j$  และถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทมีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนอย่างมีนัยสำคัญ

3.3.2 การศึกษาระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทรมมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

3.3.2.1 การศึกษาระดับหนี้มีผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมาย

Target adjustment model เป็นแบบจำลองภายใต้แนวความคิดของทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้โดยแสดงถึงการตอบสนองเมื่อบริษัทมีหนี้ห่างจากหนี้เป้าหมายโดยได้รวมการพิจารณาระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุน เนื่องจากการศึกษาในอดีตได้ทำการศึกษาพฤติกรรมในการปรับโครงสร้างเงินทุนภายใต้สมมติฐานที่ว่า การปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าสู่เป้าหมายด้วยความเร็วเท่ากัน โดยไม่ได้พิจารณาถึงความแตกต่างของ

ระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมาย (Above or below target) ซึ่งหมายความว่าต้นทุนในการที่มีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายมีค่าเท่ากัน

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = \alpha_1 + \alpha_3 TDA_{i,t} + \alpha_5 TDA_{i,t} M_{i,t} \quad (4)$$

โดยที่  $\alpha_3$  และ  $\alpha_5$  เรียกว่า ความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมาย (Speed of adjustment)

$$TDA_{i,t} = \left( \frac{D}{TA} \right)_{i,t}^* - \left( \frac{D}{TA} \right)_{i,t-1}$$

$\left( \frac{D}{TA} \right)_{i,t}^*$  ได้มาจากการคำนวณในหัวข้อ 3.2.1

และ  $M_{i,t}$  เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ที่แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมาย

$M_{i,t} = 1$  เมื่อ  $TDA_{i,t} > 0$  แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

$M_{i,t} = 0$  เมื่อ  $TDA_{i,t} < 0$  แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย

### 3.3.2.2 สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายภายใต้ต้นทุนในการปรับ (Adjustment cost) หรือไม่

$$H_0 : \alpha_3 \leq 0$$

$$H_1 : \alpha_3 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade off theory) โดยในกรณีที่ระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย (Above target) ซึ่งหมายความว่าต้นทุนจากการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์จากการก่อหนี้ที่บริษัทได้รับ ดังนั้นส่งผลให้บริษัทลดหนี้และปรับเข้าหาเป้าหมาย แต่ในกรณีที่ระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target) ซึ่งหมายความว่าบริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ดังนั้นทำให้บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นและปรับเข้าหาเป้าหมาย แต่ที่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่เท่ากับหนึ่งเนื่องจากต้นทุนในการปรับ แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทไม่ได้ปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายแต่ปรับออกห่างจากเป้าหมาย



- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการที่มีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมายเท่ากันหรือไม่

$$H_0 : \alpha_5 = 0$$

$$H_1 : \alpha_5 \neq 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าระดับหนี้มีผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมาย โดยที่เมื่อระดับหนี้สูงมีความเร็วแตกต่างกับเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย อันเนื่องมาจากต้นทุนในการปรับ แต่ถ้าผลการทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าไม่มีความแตกต่างของความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายของระดับหนี้

3.3.2.3 การศึกษาผลกระทบของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = (\alpha_1 + \alpha_2 Q_{i,t}) + (\alpha_3 + \alpha_4 Q_{i,t}) TDA_{i,t} + (\alpha_5 + \alpha_6 Q_{i,t}) TDA_{i,t} M_{i,t} \quad (5)$$

โดยที่  $M_{i,t}$  เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy variable) ที่แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมาย

$$M_{i,t} = 1 \text{ เมื่อ } TDA_{i,t} > 0 \quad \text{แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย}$$

$$M_{i,t} = 0 \text{ เมื่อ } TDA_{i,t} < 0 \quad \text{แสดงว่าบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย}$$

และ  $Q_{i,t}$  เป็นตัวแปรหุ่นของการขาดแคลนเงินทุน (Financial deficit)

$$Q_{i,t} = 1 \text{ เมื่อ } FD_{i,t} > 0 \quad \text{แสดงว่าบริษัทมีการขาดแคลนเงินทุน}$$

$$Q_{i,t} = 0 \text{ เมื่อ } FD_{i,t} < 0 \quad \text{แสดงว่าบริษัทมีเงินทุนส่วนเกิน}$$

กำหนดให้

$$TDA_{i,t} = \left( \frac{D}{TA} \right)_{i,t}^* - \left( \frac{D}{TA} \right)_{i,t-1}$$

$$FD_{i,t} = DIV_{i,t} + I_{i,t} + \Delta WCR_{i,t} - OCF_{i,t}$$

$$FDA_{i,t} = \frac{FD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1}$$

โดยที่  $\left(\frac{D}{TA}\right)_{i,t}^*$  ได้มาจากการคำนวณในหัวข้อ 3.2.1

$DIV_{i,t}$  = จำนวนเงินปันผลจ่ายของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$I_{i,t}$  = การลงทุนสุทธิของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$\Delta WCR_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$OCF_{i,t}$  = กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังจากหักดอกเบี้ยและภาษี  
ของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$FD_{i,t}$  = ปริมาณการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$\Delta D_{i,t}$  = การเปลี่ยนแปลงหนี้สินของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

#### 3.3.2.4 สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายภายใต้ต้นทุนในการปรับ (Adjustment cost) หรือไม่

$$H_0 : \alpha_3 \leq 0$$

$$H_1 : \alpha_3 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ โดยในกรณีที่ระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายซึ่งหมายความว่าต้นทุนจากการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์จากการก่อหนี้ที่บริษัทได้รับ ดังนั้นส่งผลให้บริษัทลดหนี้และปรับเข้าหาเป้าหมาย แต่ในกรณีที่ระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายซึ่งหมายความว่าบริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น ดังนั้นทำให้บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นและปรับเข้าหาเป้าหมาย แต่ที่ค่าสัมประสิทธิ์ไม่เท่ากับหนึ่งเนื่องจากต้นทุนในการปรับ แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทไม่ได้ปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายแต่ปรับออกจากเป้าหมาย

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมายช้าลงหรือไม่

$$H_0 : \alpha_4 \geq 0$$

$$H_1 : \alpha_4 < 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมาย ซ้ำลงหรือปรับออกห่างจากเป้าหมาย โดยแสดงว่าบริษัทก่อนนี้เมื่อขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นที่กล่าวโดยสรุปว่า เมื่อบริษัทมีความจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนและจะจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกเมื่อแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอ โดยแหล่งเงินทุนภายนอกจะจัดหาจากส่วนนี้ก่อนเป็นอันดับแรก แต่บริษัทสามารถก่อนนี้ได้ไม่มากนักเนื่องจากการที่มีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนสูงกว่าประโยชน์ที่ได้จากการก่อนนี้ภายใต้ทฤษฎีการพิจารณาด้านทุนและผลประโยชน์จากการก่อนนี้ (Trade off theory) และความสามารถในการก่อนนี้ของบริษัท แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้น โดยแสดงว่าบริษัทจะไม่ก่อนนี้เพิ่มแต่จะออกหุ้นเพิ่มทุนแทนเมื่อขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะส่งผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมายซ้ำลงหรือไม่

$$H_0 : \alpha_5 \geq 0$$

$$H_1 : \alpha_5 < 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายซ้ำลงหรือปรับออกห่างจากเป้าหมาย โดยแสดงว่าบริษัทลดหนี้ด้วยเงินทุนส่วนเกินเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย เนื่องจากต้นทุนในการปรับเข้าหาเป้าหมายและรักษาความสามารถในการก่อนนี้หรือจัดหาเงินทุนในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่กล่าวโดยสรุปว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำจะมีการลงทุนในอนาคตสูง (Lang, Ofek and Stulz, 1996) แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้นโดยบริษัทจะก่อนนี้เพิ่มขึ้น

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้นหรือไม่

$$H_0 : \alpha_6 \leq 0$$

$$H_1 : \alpha_6 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้น โดยแสดงว่าบริษัทก่อนนี้เพิ่มขึ้นเมื่อขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาด้านทุนและผลประโยชน์จากการก่อนนี้และรวมถึงบริษัทยังมีความสามารถที่จะก่อนนี้เพิ่มขึ้น แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$

แสดงว่าบริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายช้าลง โดยบริษัทไม่ได้จัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้แต่จัดหาเงินทุนจากส่วนทุนเมื่อขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

### 3.3.2.5 การศึกษาปริมาณความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

Financial deficit model เป็นแบบจำลองภายใต้แนวความคิดของทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น โดยแสดงถึงการตอบสนองเมื่อบริษัทมีความต้องการใช้เงินลงทุนจะส่งผลให้ก่อนั้นเพิ่มขึ้น เนื่องจากการศึกษาในอดีตได้ศึกษาพฤติกรรมของการขาดแคลนเงินทุน (Financial deficit) หรือเงินทุนส่วนเกิน (Financial surplus) ภายใต้สมมติฐานที่ว่าบริษัทจะจัดหาเงินทุนเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = \gamma_1 + \gamma_3 FDA_{i,t} + \gamma_5 FDA_{i,t} Q_{i,t} \quad (6)$$

โดยที่  $Q_{i,t}$  เป็นตัวแปรหุ่นของการขาดแคลนเงินทุน (Financial deficit)

$Q_{i,t} = 1$  เมื่อ  $FD_{i,t} > 0$  แสดงว่าบริษัทมีการขาดแคลนเงินทุน

$Q_{i,t} = 0$  เมื่อ  $FD_{i,t} < 0$  แสดงว่าบริษัทมีเงินทุนส่วนเกิน

$$\begin{aligned} \text{และ } FD_{i,t} &= DIV_{i,t} + I_{i,t} + \Delta WCR_{i,t} - OCF_{i,t} \\ FDA_{i,t} &= \frac{FD_{i,t}}{TA_{i,t}} \end{aligned}$$

### 3.3.2.6 สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนหรือเงินทุนส่วนเกิน (Financial deficit or surplus) จะส่งผลต่อการก่อหนี้หรือลดหนี้ (Issue or retire debt) หรือไม่

$$H_0 : \gamma_3 \leq 0$$

$$H_1 : \gamma_3 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อขาดแคลนเงินทุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking order theory) แต่บริษัทจะลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกินมากกว่าซื้อหุ้นคืนเนื่องจากต้นทุนในการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่

สูงกว่าต้นทุนในการก่อหนี้เพิ่ม แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทไม่ได้จัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่กลับออกหุ้นเพิ่มทุนแทนเมื่อขาดแคลนเงินทุน

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนหรือเงินทุนส่วนเกินจะส่งผลกระทบต่อจำนวนหนี้ที่เพิ่มหรือลดเท่ากันหรือหรือไม่

$$H_0 : \gamma_4 = 0$$

$$H_1 : \gamma_4 \neq 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนเป็นจำนวนไม่เท่ากับการลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเป็นจำนวนที่เท่ากับการลดหนี้

3.3.2.7 การศึกษาผลกระทบของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = (\gamma_1 + \gamma_2 M_{i,t}) + (\gamma_3 + \gamma_4 M_{i,t}) FDA_{i,t} + (\gamma_5 + \gamma_6 M_{i,t}) FDA_{i,t} Q_{i,t} \quad (7)$$

3.3.2.8 สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนหรือเงินทุนส่วนเกินจะส่งผลกระทบต่อหนี้หรือลดหนี้หรือไม่

$$H_0 : \gamma_3 \leq 0$$

$$H_1 : \gamma_3 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อขาดแคลนเงินทุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น แต่บริษัทจะลดหนี้มากกว่าซื้อหุ้นคืนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินเนื่องจากต้นทุนในการออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่สูงกว่าต้นทุนในการก่อหนี้เพิ่ม แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทไม่ได้จัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นแต่กลับออกหุ้นเพิ่มทุนแทนเมื่อเกิดการขาดแคลนเงินทุน

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้มีการลดลงของจำนวนหนี้ที่จะลด (Retire debt) หรือไม่

$$H_0 : \gamma_4 \geq 0$$

$$H_1 : \gamma_4 < 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายบริษัทจะยังคงลดหนี้แต่ในจำนวนที่น้อยลง เพราะบริษัทยังต้องการได้ประโยชน์จากการมีหนี้สินอยู่ แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทก่อนนี้เพิ่มขึ้นโดยใช้ประโยชน์จากการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและบริษัทต้องการได้รับประโยชน์ทางภาษีจากการก่อหนี้ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้ลดจำนวนการก่อหนี้ (Issue debt) หรือไม่

$$H_0 : \gamma_5 \geq 0$$

$$H_1 : \gamma_5 < 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนบริษัทจะมีการก่อหนี้โดยสอดคล้องกับแนวความคิดการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น แต่การที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้ในจำนวนที่น้อยลง เพราะบริษัทมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายซึ่งส่งผลให้มีต้นทุนในการก่อหนี้สูง แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทจะก่อหนี้ในจำนวนที่มากขึ้น

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้มีการเพิ่มขึ้นของจำนวนที่ก่อเพิ่มขึ้นหรือไม่

$$H_0 : \gamma_6 \leq 0$$

$$H_1 : \gamma_6 > 0$$

ถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนบริษัทจะมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น โดยสอดคล้องกับแนวความคิดการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น และการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะช่วยสนับสนุนให้ก่อหนี้เพิ่มมากขึ้นซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้และรวมถึงความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทอีกด้วย แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าบริษัทจะมีการก่อหนี้ในจำนวนที่ลดลงโดยจะจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนด้วย

3.3.3 การศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทรมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน

Partial adjustment model เป็นการตอบสนองจากปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน เนื่องจากการศึกษาในอดีตพบว่าปัจจัยจากคุณลักษณะที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนที่เท่ากันไม่ว่าจะมีระดับหนี้สูงกว่าหรือต่ำกว่าเป้าหมาย

$$\alpha_{i,t} = \alpha'_1 + \alpha'_2 \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_4 \text{LIQ}_{i,t} \quad (8)$$

$$\gamma_{i,t} = \gamma'_1 + \gamma'_2 \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_4 \text{LIQ}_{i,t} \quad (9)$$

แทนลงในสมการที่ 5 และ 7

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & (\alpha'_1 + \alpha'_2 \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_4 \text{LIQ}_{i,t}) \\ & + (\alpha'_5 + \alpha'_6 \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_7 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_8 \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} \\ & + (\alpha'_9 + \alpha'_{10} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{12} \text{LIQ}_{i,t}) TDA_{i,t} \\ & + (\alpha'_{13} + \alpha'_{14} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{15} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{16} \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} TDA_{i,t} \\ & + (\alpha'_{17} + \alpha'_{18} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{19} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{20} \text{LIQ}_{i,t}) TDA_{i,t} M_{i,t} \\ & + (\alpha'_{21} + \alpha'_{22} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{23} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{24} \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t} \end{aligned} \quad (10)$$

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & (\gamma'_1 + \gamma'_2 \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_4 \text{LIQ}_{i,t}) \\ & + (\gamma'_5 + \gamma'_6 \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_7 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_8 \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} \\ & + (\gamma'_9 + \gamma'_{10} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{12} \text{LIQ}_{i,t}) FDA_{i,t} \\ & + (\gamma'_{13} + \gamma'_{14} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{15} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{16} \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} FDA_{i,t} \\ & + (\gamma'_{17} + \gamma'_{18} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{19} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{20} \text{LIQ}_{i,t}) FDA_{i,t} Q_{i,t} \\ & + (\gamma'_{21} + \gamma'_{22} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{23} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{24} \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t} \end{aligned} \quad (11)$$

### สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- การทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับความสามารถในการอธิบายของปัจจัย  
คุณลักษณะที่มีอิทธิพลจากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง  
เงินทุน

$$H_0 : \alpha'_j = 0 \quad H_0 : \gamma'_j = 0$$

$$H_1 : \alpha'_j \neq 0 \quad \text{และ} \quad H_1 : \gamma'_j \neq 0$$

เมื่อ  $j$  คือ สัมประสิทธิ์ตัวที่  $j$  และถ้าผลการทดสอบที่ได้ปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

3.2.4 การศึกษาการลงทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ภายใต้ระดับหนี้  
และความต้องการใช้เงินทุน

ภายใต้ทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นเมื่อบริษัทมีการใช้เงินทุนทำให้มีความ  
จำเป็นที่จะต้องเพิ่มเงินทุนด้วย ดังนั้นปัจจัยที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการใช้เงินทุน ได้แก่ การจ่ายเงินปัน  
ผล การลงทุน การเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & \phi_1 Q_{i,t} + \left( \phi_2 \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_3 \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_4 \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_5 \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \\ & + \left( \phi_6 \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_7 \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_8 \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_9 \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) Q_{i,t} \\ & + \left( \phi_{10} \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{11} \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{12} \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_{13} \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) M_{i,t} \\ & + \left( \phi_{14} \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{15} \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{16} \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_{17} \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) M_{i,t} Q_{i,t} \end{aligned} \quad (12)$$



สมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ

- ทดสอบความสามารถในการอธิบายของระดับสัดส่วนหนี้และการขาด  
แคลนเงินทุนต่อการตัดสินใจในการลงทุนของบริษัท

$$H_0 : \phi_k = 0$$

$$H_1 : \phi_k \neq 0$$

เมื่อ  $k$  คือ ลำดับสัมประสิทธิ์ตัวที่  $k$  และถ้าผลการทดสอบปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงหนี้ของบริษัท แต่ถ้าผลทดสอบที่ได้ยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงหนี้ของบริษัท



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิจาก Datastream ช่วง พ.ศ. 2535 ถึง พ.ศ. 2547 โดยผลการศึกษาระบุว่าแบ่งออกเป็น 4 ส่วน คือ ในส่วนแรกจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย ส่วนที่สองเป็นการวิเคราะห์ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อความเร็วและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และส่วนที่สามเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท และส่วนที่สี่เป็นผลการวิเคราะห์การลงทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนที่มีอยู่

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย

จากการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย พบว่ามีความสัมพันธ์จากปัจจัยคุณลักษณะ แต่ยังไม่ได้พิจารณาผลกระทบของแต่ละบริษัท (Individual effect) หรือคุณลักษณะเฉพาะที่ไม่สามารถวัดได้รวมเข้าในการศึกษา เช่น สิทธิพิเศษทางภาษี การได้รับสัมปทานจากรัฐ อายุและชื่อเสียงของบริษัท เป็นต้น เนื่องจากว่าในแต่ละบริษัทมีปัจจัยที่แตกต่างกันในแต่ละบริษัท ดังนั้นจึงต้องนำมาพิจารณาในการศึกษาปัจจัยที่กำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยการประมาณการที่พิจารณาปัจจัยที่กระทบในแต่ละบริษัทแบ่งออกเป็นการประมาณการแบบ Fixed effect (FE) และแบบ Random effect (RE)

จากผลของการประมาณการโดยใช้ทั้ง Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) จะทำการทดสอบโดยใช้ Hausman test เพื่อใช้ในการทดสอบว่า Random effect (RE) มีความเหมาะสมกว่า Fixed effect หรือไม่

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของเขตปกครองพิเศษฮ่องกง

โดยที่  $PROF_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม  $SIZE_{i,t}$  คือ ขนาดของบริษัท  $TAN_{i,t}$  คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม  $LIQ_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน  $GROWTA_{i,t}$  คือ การเติบโตของยอดขายต่อการเติบโตของสินทรัพย์  $NDT_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม  $INT_t$  อัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	TD/TA			LD/TA		
	PLS	FE	RE	PLS	FE	RE
$PROF_{i,t}$	-0.4881*** (-6.3398)	-0.3108*** (-5.5924)	-0.3226*** (-7.0339)	-0.1957*** (-3.5702)	-0.0553 (-1.4313)	-0.0723 (-1.7677)
$SIZE_{i,t}$	0.0775*** (7.6611)	0.0527 (1.6684)	0.0597*** (3.9574)	0.0968*** (12.7038)	0.0744** (2.5093)	0.084*** (6.4961)
$TAN_{i,t}$	0.1163 (1.0016)	-0.1324 (-1.714)	-0.1059 (-1.3843)	0.0093 (0.1251)	-0.0786 (-1.228)	-0.069 (-1.0106)
$LIQ_{i,t}$	-0.0039* (-2.0229)	-0.0042*** (-3.5835)	-0.0042*** (-5.6012)	-0.0012 (-1.346)	-0.0001 (-0.4274)	-0.0003 (-0.3787)
$GROWTA_{i,t}$	-0.0001* (-2.021)	0.0000 (-0.271)	0.0000 (-0.2561)	0.0000 (-0.8714)	0.0000 (-0.0709)	0.0000 (-0.0865)
$NDT_{i,t}$	0.6118* (2.0287)	0.0461 (0.0841)	0.1952 (0.5872)	0.3157 (1.2867)	0.2193 (0.411)	0.2232 (0.7739)
$INT_t$	0.0044 (1.3811)	0.005** (2.3855)	0.0052** (2.3436)	0.0026 (1.005)	0.0008 (0.4304)	0.0012 (0.6094)
$R^2$	0.2332	0.7037	0.6807	0.2604	0.6425	0.6176
Adjusted $R^2$	0.2246	0.6557	0.6772	0.2521	0.5846	0.6133

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของประเทศญี่ปุ่น

โดยที่  $PROF_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม  $SIZE_{i,t}$  คือ ขนาดของบริษัท  $TAN_{i,t}$  คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม  $LIQ_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน  $GROWTA_{i,t}$  คือ การเติบโตของยอดขายต่อการเติบโตของสินทรัพย์  $NDT_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม  $INT_t$  อัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	TD/TA			LD/TA		
	PLS	FE	RE	PLS	FE	RE
$PROF_{i,t}$	-0.8912*** (-16.9996)	-0.4152*** (-11.9074)	-0.4361*** (-21.5068)	-0.3881*** (-12.363)	-0.1782*** (-6.209)	-0.198*** (-10.8567)
$SIZE_{i,t}$	0.0885*** (20.4795)	0.0913*** (5.1428)	0.1077*** (14.2139)	0.0737*** (23.1432)	0.0439*** (3.4537)	0.0765*** (12.8484)
$TAN_{i,t}$	0.2988*** (4.2948)	-0.035 (-0.8679)	-0.023 (-0.7232)	0.4989*** (8.599)	0.0742** (2.2578)	0.1001*** (3.4864)
$LIQ_{i,t}$	-0.0595*** (-20.6896)	-0.0191*** (-9.0662)	-0.0219*** (-16.7978)	-0.0215*** (-17.1451)	0.0091*** (4.8586)	0.0054*** (4.6504)
$GROWTA_{i,t}$	0.0000** (-2.6679)	0.0000 (-0.7087)	0.0000 (-0.3409)	0.0000** (-2.5874)	0.0000 (-1.0502)	0.0000 (-0.6697)
$NDT_{i,t}$	-0.0899 (-0.7252)	-0.4976*** (-3.8388)	-0.382*** (-3.672)	0.2419** (2.6127)	-0.191 (-1.603)	0.0169 (0.1864)
$INT_t$	0.0144*** (8.9011)	0.0101*** (11.4937)	0.0106*** (14.5256)	0.01*** (7.6558)	0.0089*** (11.5557)	0.0097*** (14.792)
$R^2$	0.4177	0.9289	0.921	0.3101	0.8682	0.8523
Adjusted $R^2$	0.4169	0.9184	0.921	0.3092	0.8487	0.8521

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.3 แสดงผลของการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) ของประเทศไทย

โดยที่  $PROF_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม  $SIZE_{i,t}$  คือ ขนาดของบริษัท  $TAN_{i,t}$  คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม  $LIQ_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน  $GROWTA_{i,t}$  คือ การเติบโตของยอดขายต่อการเติบโตของสินทรัพย์  $NDT_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม  $INT_t$  อัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	TD/TA			LD/TA		
	PLS	FE	RE	PLS	FE	RE
$PROF_{i,t}$	-1.1587*** (-3.5144)	-1.1008*** (-3.3077)	-1.1073*** (-19.8085)	-0.1832*** (-3.3341)	-0.0421 (-1.0284)	-0.0554 (-1.678)
$SIZE_{i,t}$	0.1137*** (10.1963)	0.0048 (0.0555)	0.0688*** (3.2253)	0.1414*** (21.3903)	0.096*** (5.0102)	0.1209*** (9.2369)
$TAN_{i,t}$	-0.1831** (-2.3266)	-0.265*** (-3.7718)	-0.2625*** (-3.6496)	0.0345 (0.6383)	-0.0144 (-0.3018)	-0.0137 (-0.3218)
$LIQ_{i,t}$	0.0000*** (3.5313)	0.0000*** (3.8839)	0.0000*** (20.1072)	0.0000*** (3.3914)	0.0000*** (2.8658)	0.0000*** (3.4858)
$GROWTA_{i,t}$	0.0000** (2.3178)	0.0001*** (3.7826)	0.0001 (1.2255)	0.0000*** (2.8191)	0.0000 (1.6524)	0.0000 (0.7123)
$NDT_{i,t}$	-0.1573 (-0.7657)	1.4961*** (4.274)	1.1153*** (4.2966)	0.0814 (0.6919)	0.8901*** (4.4727)	0.724*** (4.6704)
$INT_t$	0.0147*** (8.4848)	0.0156*** (10.0737)	0.0156*** (9.5133)	0.0006 (0.4985)	0.002* (2.0573)	0.0019* (1.9823)
$R^2$	0.2151	0.6397	0.6079	0.2107	0.6523	0.625
Adjusted $R^2$	0.2124	0.5791	0.6065	0.208	0.5937	0.6237

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

จากผลการประมาณการของ Pooled least square (PLS) Fixed effect (FE) และ Random effect (RE) เพื่อใช้ในการหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ดังแสดงในตารางที่ 4.1 4.2 และ 4.3 ซึ่งในทุกวิธีการประมาณการพบว่าปัจจัยจากความสามารถในการทำกำไร (Profitability) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ส่วนปัจจัยจากขนาดของบริษัท (Firm size) และอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน แต่ก็ไม่พบความสัมพันธ์ของปัจจัยจากโอกาสในการเติบโตของบริษัท (Growth opportunity) แต่ในญี่ปุ่นพบความสัมพันธ์ของปัจจัยจากสภาพคล่องทางการเงินในแต่ละวิธีการประมาณการที่แตกต่างกัน

ในการทดสอบการมีประสิทธิภาพในการประมาณการระหว่าง Fixed effect และ Random effect โดยใช้วิธีการทดสอบของ Hausman (1978) หรือที่เรียกว่า Hausman test

Hausman test มีสมมติฐานข้อสำคัญในทางสถิติว่าจะสามารถใช้ในการประมาณการแบบ Random effect หรือ Fixed effect ที่มีความเหมาะสมในพิจารณาผลกระทบที่ไม่สามารถวัดได้ (unobservable effect) ซึ่งผลการคำนวณ Hausman Chi-square statistics ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ของทั้งฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย แสดงในตารางที่ 4.4 โดยพบว่าการประมาณการโดยพิจารณา Individual effect มีความเหมาะสมในการประมาณการมากกว่าการประมาณการแบบ Pool least square (PLS)

ตารางที่ 4.4 แสดงผล Hausman test ของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทยที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

	HK		JP		TH	
	TD / TA	LD / TA	TD / TA	LD / TA	TD / TA	LD / TA
Individual effect	Random	Random	Fixed	Fixed	Random	Random
Chi-square	2.3099	2.0818	71.8877	123.9394	15.7920	9.3114
p-value	0.9407	0.9552	0.0000	0.0000	0.0271	0.2311

ตารางที่ 4.5 สรุปผลของ Individual effect ต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของ  
ฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย

โดยที่  $PROF_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม  $SIZE_{i,t}$  คือ  
ขนาดของบริษัท  $TAN_{i,t}$  คือ สินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม  $LIQ_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของ  
สินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน  $GROWTA_{i,t}$  คือ การเติบโตของยอดขายต่อการเติบโต  
ของสินทรัพย์  $NDT_{i,t}$  คือ อัตราส่วนของค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์รวม  $INT_t$  อัตราดอกเบี้ย

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	TD / TA	LD / TA	LD / TA	TD / TA	TD / TA	LD / TA
$PROF_{i,t}$	-0.3226*** (-7.0339)	-0.0723 (-1.7677)	-0.1782*** (-6.209)	-0.4152*** (-11.9074)	-1.1073*** (-19.8085)	-0.0554 (-1.678)
$SIZE_{i,t}$	0.0597*** (3.9574)	0.084*** (6.4961)	0.0439*** (3.4537)	0.0913*** (5.1428)	0.0688*** (3.2253)	0.1209*** (9.2369)
$TAN_{i,t}$	-0.1059 (-1.3843)	-0.069 (-1.0106)	0.0742** (2.2578)	-0.035 (-0.8679)	-0.2625*** (-3.6496)	-0.0137 (-0.3218)
$LIQ_{i,t}$	-0.0042*** (-5.6012)	-0.0003 (-0.3787)	0.0091*** (4.8586)	-0.0191*** (-9.0662)	0.0000*** (20.1072)	0.0000*** (3.4858)
$GROWTA_{i,t}$	0.0000 (-0.2561)	0.0000 (-0.0865)	0.0000 (-1.0502)	0.0000 (-0.7087)	0.0001 (1.2255)	0.0000 (0.7123)
$NDT_{i,t}$	0.1952 (0.5872)	0.2232 (0.7739)	-0.191 (-1.603)	-0.4976*** (-3.8388)	1.1153*** (4.2966)	0.724*** (4.6704)
$INT_t$	0.0052** (2.3436)	0.0012 (0.6094)	0.0089*** (11.5557)	0.0101*** (11.4937)	0.0156*** (9.5133)	0.0019* (1.9823)
$R^2$	0.6807	0.6176	0.8682	0.9289	0.6079	0.625
Adjusted $R^2$	0.6772	0.6133	0.8487	0.9184	0.6065	0.6237

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.5 พบว่า และการประมาณการที่เหมาะสมของฮ่องกง และไทย คือ การประมาณการแบบ Random effect ส่วนญี่ปุ่น คือ การประมาณการแบบ Fixed effect และปัจจัยที่มีผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ที่เหมือนกันและแตกต่างกันในแต่ละประเทศ

#### 4.1.1 ความสัมพันธ์ในแต่ละประเทศ

##### 4.1.1.1 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

ในส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (TD/TA) พบว่าปัจจัยจากความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ขนาดของบริษัท (Firm size) และอัตราดอกเบี้ย (Interest rate) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน

ในส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม (LD/TA) พบว่ามีเพียงปัจจัยจากขนาดของบริษัท (Firm size) ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน

##### 4.1.1.2 ประเทศญี่ปุ่น

ในส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม พบว่าปัจจัยจากความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่องทางการเงินและการป้องกันในส่วนที่ไม่มีหนี้สิน (Non debt tax shield) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ขนาดของบริษัทและอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน

ในส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม พบว่าปัจจัยจากความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ขนาดของบริษัท สินทรัพย์ที่มีตัวตน สภาพคล่องทางการเงินและอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน

##### 4.1.1.3 ประเทศไทย

ในส่วนของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม พบว่าปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรและสินทรัพย์ที่มีตัวตนมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ปัจจัยขนาดของบริษัท การป้องกันในส่วนที่ไม่มีหนี้สินและอัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน



ในส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม พบว่าปัจจัยจากขนาดของบริษัท การป้องกันส่วนที่มีใช้หนี้สินและอัตราดอกเบี้ยมีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน

ดังนั้นปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนในแต่ละประเทศที่กล่าวมา พบว่าปัจจัยด้านความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเหมือนกัน และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเหมือนกัน

#### 4.1.2 ความสัมพันธ์ในแต่ละปัจจัยคุณลักษณะ

##### 4.1.2.1 ความสามารถในการทำกำไร

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนหนี้สินระยะยาวของประเทศญี่ปุ่น ซึ่งตรงกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นซึ่งกล่าวว่าบริษัทจะเริ่มจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอกตามลำดับ เพราะว่าต้นทุนค่าใช้จ่ายของแหล่งเงินทุนภายในถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอก ดังนั้นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงทำให้มีการก่อหนี้จากแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ เพราะเนื่องมาจากบริษัทสามารถที่จะใช้แหล่งเงินทุนภายในเพื่อบริหารงานได้ และจะมีต้นทุนในการกู้ยืมน้อยกว่าถ้าจำเป็นที่จะต้องจัดเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก

##### 4.1.2.2 ขนาดของบริษัท

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันทั้งส่วนหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวของทั้งฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย โดยที่บริษัทขนาดใหญ่สามารถที่จะก่อหนี้ได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถที่จะกระจายความเสี่ยงในการลงทุนได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก ทำให้บริษัทมีความผันผวนของรายได้และโอกาสที่จะล้มละลายน้อยกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่มีช่องทางในการจัดหาเงินหลากหลายกว่าบริษัทขนาดเล็ก

##### 4.1.2.3 สินทรัพย์ที่มีตัวตน

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันส่วนหนี้ระยะยาวในญี่ปุ่น ซึ่งการที่มีสินทรัพย์ที่มีตัวตนมากแสดงว่ามีสินทรัพย์ที่สามารถนำไปช่วยในการค้ำประกันในการก่อหนี้

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของไทย เนื่องจากช่วงที่ทำการศึกษารอบคลุมช่วงวิกฤตเศรษฐกิจโดยช่วงก่อนเกิดวิกฤตประเทศไทยมีการเติบโตในอัตราที่สูงมากส่งผลให้มีการก่อหนี้มากแต่หลังวิกฤตเศรษฐกิจซึ่งมีการ

ก่อนนี้ข้อยกเว้นกับเจ้าหนี้ไม่ยินยอมให้ก่อนนี้เพิ่มขึ้น เนื่องจากกลัวว่าจะบริษัทจะไม่สามารถชำระหนี้ได้

#### 4.1.2.4 สภาพคล่องทางการเงิน

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนของหนี้สินรวมของฮ่องกงและญี่ปุ่น ซึ่งแสดงว่าถ้ามีสภาพคล่องสูงจะมีส่วนช่วยให้มีการก่อหนี้ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่บริษัทจะใช้สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องในการจัดกาเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุน

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนของหนี้สินระยะยาวของญี่ปุ่น ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะช่วยให้บริษัทมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มขึ้น เพราะจะช่วยลดโอกาสที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้โดยใช้สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง

#### 4.1.2.5 การป้องกันในส่วนที่มีใช้หนี้สิน

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนของหนี้สินรวมของฮ่องกง ซึ่งแสดงว่าบริษัทสามารถที่จะได้สิทธิประโยชน์ทางภาษีจากส่วนที่ไม่ใช้หนี้สินเป็นจำนวนมาก ทำให้บริษัทไม่จำเป็นต้องก่อหนี้เพื่อให้ได้ประโยชน์ทางภาษี

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้ระยะยาวของไทยกลับ เนื่องจากโครงสร้างตลาดทุนของไทยมีขนาดเล็กทำให้บริษัทไม่สามารถที่จะประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุน เพราะช่วงที่ทำการศึกษายู่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจซึ่งส่งผลให้ตลาดทุนไม่เอื้ออำนวยต่อการเพิ่มทุน ทำให้บริษัทใช้วิธีการปรับโครงสร้างหนี้โดยการยืดเวลาการชำระหนี้หรือเปลี่ยนจากหนี้ระยะสั้นเป็นหนี้ระยะยาวส่งผลให้มีการใช้หนี้สินมากขึ้น

#### 4.1.2.6 ด้านอัตราดอกเบี้ย

พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนของหนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนของหนี้สินระยะยาวของประเทศญี่ปุ่น เพราะอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มสูงขึ้นนอกจากได้ประโยชน์จากการก่อหนี้ในเรื่องภาษีแต่ต้นทุนจากการก่อหนี้ก็เพิ่มขึ้นตามไปด้วยแต่บริษัทสามารถได้ประโยชน์ในระดับหนึ่งเท่านั้น ดังนั้นจึงส่งผลให้บริษัทออกตราสารหนี้เพื่อลดต้นทุนที่อาจจะเกิดขึ้นจากการก่อหนี้ที่ระดับอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นมากว่าเดิม

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 โดยเมื่อพิจารณาตามลักษณะประเภทกลุ่มเศรษฐกิจ (Economic groups) ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% พบว่ามีลักษณะของ Individual effect ที่เหมือนกันหรือแตกต่างกันออกไปในแต่ละประเทศเนื่องมาจากลักษณะธุรกิจที่แตกต่างกัน แต่ก็มีกลุ่ม Utilities ได้ Individual effect แบบ Fixed effect เหมือนกันฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และเมื่อพิจารณาในประเทศเดียวกันก็ยังมีบางประเภทกลุ่มเศรษฐกิจที่ได้ผลไม่ตรงกัน เช่น กลุ่ม



## 4.2 ผลการวิเคราะห์ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทรมีผลต่อความเร็วและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

การศึกษาในส่วนนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของสถานะทางการเงินของบริษัทที่มีระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทรมีผลกระทบต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.7 ซึ่งได้ทำการพิจารณาระดับหนี้มีอิทธิพลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน โดย  $M_{i,t}$  แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target)

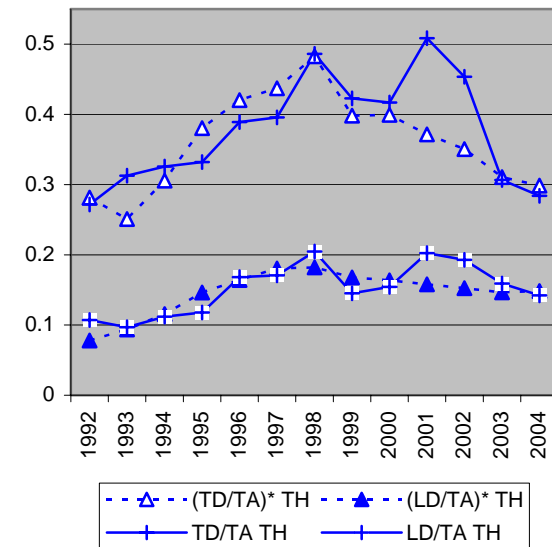
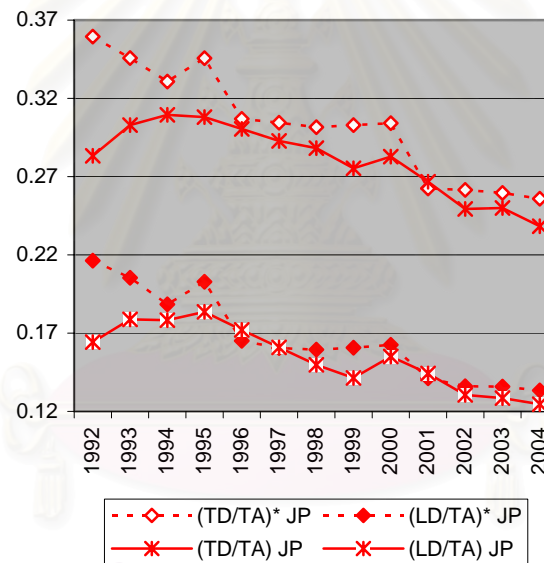
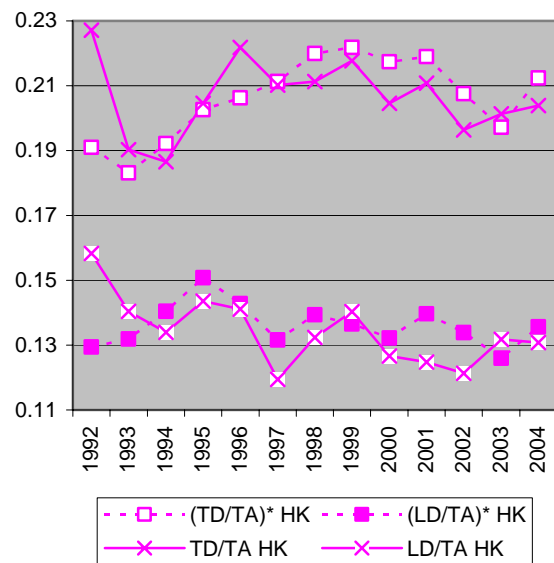
ตัวแปร  $TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันทั้งในส่วนหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวของฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีความพยายามที่จะปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ แต่เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ไม่เท่ากับหนึ่งอันเนื่องมาจากต้นทุนในการปรับ

ตัวแปร  $TDA_{i,t} M_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่าเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target) โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของไทย ซึ่งแสดงว่าการปรับโครงสร้างเงินทุนของไทยเมื่อมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายจะมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายที่แตกต่าง

ดังนั้นในการปรับโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะทำให้ปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายเร็วกว่าเมื่อเทียบกับระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย โดยบริษัทที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายมีความเร็วในการปรับช้ากว่าเนื่องจากต้นทุนค่าใช้จ่ายในการก่อหนี้และค่าใช้จ่ายในการปรับ หรือบริษัทต้องการที่จะรักษาความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคตเมื่อบริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องจัดหาเงินทุนซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Lang, Ofek and Stulz (1996) ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำจะมีการลงทุนหรือการเติบโตสูงในอนาคต

ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบสัดส่วนหนี้เป้าหมายกับสัดส่วนหนี้ของฮ่องกง ญี่ปุ่น และ ไทย

โดยที่ TD/TA คือ หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม และ LD/TA คือ หนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม และส่วนของสัดส่วนหนี้เป้าหมายของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม คือ  $(TD/TA)^*$  และสัดส่วนหนี้เป้าหมายของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวม คือ  $(LD/TA)^*$



ตารางที่ 4.7 แสดงผลการทดสอบระดับหนึ่งต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = \alpha_1 + \alpha_3 TDA_{i,t} + \alpha_5 TDA_{i,t} M_{i,t}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / TA_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $TDA_{i,t}$  คือ สัดส่วนหนี้เป่าหมาย ณ ปีที่ t ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่ t-1 ต่อสินทรัพย์ ณ ปีที่ t ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ณ ปีที่ t โดยถ้า  $TDA_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  และส่วน  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

ตัวแปร	HK				JP				TH			
	$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$		$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$		$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$	
ค่าคงที่	0.0057 (1.7907)	0.0049 (0.6688)	0.0053 (1.8166)	0.0038 (0.8066)	-0.0015** (-2.4536)	0.0027 (1.0022)	-0.001 (-1.6551)	-0.0015 (-1.1618)	0.1*** (3.4938)	0.1077*** (2.8959)	-0.0812*** (-8.3165)	-0.058*** (-7.5567)
$TDA_{i,t}$	0.6635*** (9.9546)	0.654*** (6.9703)	0.5485*** (8.1416)	0.5272*** (4.891)	0.6605*** (14.8861)	0.7209*** (9.562)	0.5839*** (25.1169)	0.5714*** (17.0945)	0.4803*** (3.3291)	0.5007*** (2.9935)	0.3987*** (9.1257)	0.6831*** (5.853)
$TDA_{i,t} M_{i,t}$		0.02060 (0.1028)		0.048 (0.2544)		-0.1625 (-1.5176)		0.0286 (0.3746)		-0.2666 (-0.89)		-0.3711** (-2.8011)
$R^2$	0.5014	0.5015	0.3288	0.3291	0.5869	0.5917	0.3878	0.3879	0.4004	0.4049	0.2716	0.2954

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.8 แสดงผลการทดสอบระดับหนึ่งและการขาดแคลนเงินทุนต่อการปรับโครงสร้าง  
เงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{A_{i,t}} = (\alpha_1 + \alpha_2 Q_{i,t}) + (\alpha_3 + \alpha_4 Q_{i,t}) TDA_{i,t} + (\alpha_5 + \alpha_6 Q_{i,t}) TDA_{i,t} M_{i,t}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / A_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $TDA_{i,t}$  คือ สัดส่วนหนี้เป่าหมาย ณ ปีที่ t ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่ t-1 ต่อสินทรัพย์ ณ ปีที่ t ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป่าหมาย ณ ปีที่ t โดยถ้า  $TDA_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่ t โดยถ้า  $FD_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$  และส่วน  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
ค่าคงที่	-0.0058 (-0.7934)	-0.0232** (-2.3196)	-0.0042 (-1.0296)	-0.0054** (-2.346)	-0.0105 (-0.2933)	-0.0746*** (-6.4278)
$Q_{i,t}$	0.0165 (1.1613)	0.045*** (3.9798)	0.012** (2.5031)	0.0037 (1.1782)	0.2212*** (4.8132)	0.0263 (1.7912)
$TDA_{i,t}$	0.716*** (7.2889)	0.3969*** (3.5041)	0.7771*** (8.0281)	0.6535*** (16.5513)	0.2437 (1.892)	0.7098*** (6.0842)
$TDA_{i,t} M_{i,t}$	-0.2835 (-1.287)	0.4613 (1.124)	-0.4039** (-2.2928)	-0.1163 (-0.6618)	-0.2173 (-0.7542)	-0.4139*** (-2.8151)
$Q_{i,t} TDA_{i,t}$	-0.1856 (-0.7039)	0.4153 (1.7759)	-0.289** (-2.3277)	-0.3008*** (-4.15)	0.6168*** (2.8908)	-0.4911** (-2.3297)
$Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	0.4686 (1.0923)	-0.8552 (-1.791)	0.5629** (2.6691)	0.532** (2.4786)	-0.6523 (-1.6215)	0.5365** (2.2493)
$Q=1, M=1$	0.7155	0.4183	0.6471	0.7684	-0.0091	0.3413
$R^2$	0.5514	0.3913	0.6324	0.4203	0.5639	0.3254

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.9 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองการปรับเข้าหาเป้าหมาย

	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
Above Surplus	0.716 <sup>a</sup>	0.3969 <sup>a</sup>	0.7771 <sup>a</sup>	0.6535 <sup>a</sup>	0.2437	0.7098 <sup>a</sup>
Below Surplus	0.4325	0.8582	0.3732 <sup>a</sup>	0.5372	0.0264	0.2959 <sup>a</sup>
Above Deficit	0.5304	0.8122	0.4881 <sup>a</sup>	0.3527 <sup>a</sup>	0.8605	0.2187 <sup>a</sup>
Below Deficit	0.7155	0.4183	0.6471 <sup>a</sup>	0.7684	-0.0091	0.3413 <sup>a</sup>

เมื่อ a คือ ผลรวมของสัมประสิทธิ์ที่มีนัยสำคัญ

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.8 ซึ่งพิจารณาการปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าหาเป้าหมายที่มีความแตกต่างของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนของบริษัท โดย  $M_{i,t}$  แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย (Below target) และ  $Q_{i,t}$  แทนการขาดแคลนเงินทุน (Financial deficit)

ตัวแปร  $Q_{i,t}$  พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมของญี่ปุ่นและไทย และในส่วนหนี้สินระยะยาวของฮ่องกง ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะเพิ่มหนี้สินเมื่อประสบปัญหาการขาดแคลนเงินทุน

ตัวแปร  $TDA_{i,t}$  พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกงและญี่ปุ่น และในส่วนหนี้สินระยะยาวของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้ โดยที่ยังไม่ได้พิจารณาถึงสถานะของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนของบริษัท

ตัวแปร  $TDA_{i,t} M_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย โดยพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของญี่ปุ่น และในส่วนหนี้ระยะยาวของไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะส่งผลให้มีการปรับออกจากเป้าหมาย

ดังนั้นถ้าบริษัทมีเงินทุนส่วนเกิน (Financial surplus) จะส่งผลให้บริษัทลดหนี้ที่มีอยู่ โดยเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะลดหนี้มากกว่าเมื่อเทียบกับระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและทำให้บริษัทมีความเร็วในการปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายมากกว่าอีกด้วย เนื่องจากเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะมีต้นทุนในการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ซึ่ง



สอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ นอกจากนี้ยังเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคตของบริษัท

ตัวแปร  $Q_{i,t}$ ,  $TDA_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีการขาดแคลนเงินทุน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของญี่ปุ่น และในส่วนหนี้ระยะยาวของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่ขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้ปรับออกห่างจากเป้าหมายโดยบริษัทจะก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่ก็พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมของไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีการปรับเข้าสู่เป้าหมายเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนซึ่งเป็นผลมาจากการที่มีหนี้สินระยะสั้นจำนวนมาก ดังแสดงในภาพที่ 4.1 โดยบริษัทจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนแทน

ตัวแปร  $Q_{i,t}$ ,  $TDA_{i,t}$ ,  $M_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและขาดแคลนเงินทุน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมของญี่ปุ่น และในส่วนหนี้ระยะยาวของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่ขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ เพราะการที่ระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายแสดงว่าบริษัทสามารถได้ประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นหรือผลประโยชน์จากการก่อหนี้ยิ่งสูงกว่าต้นทุนในการก่อหนี้

ดังนั้นอาจจะกล่าวได้ว่าเมื่อมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้หรือเพิ่มหนี้สินซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น โดยเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากกว่าเมื่อเทียบกับระดับหนี้สินสูงกว่าเป้าหมายและทำให้บริษัทมีความเร็วในการปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายมากกว่าอีกด้วย เนื่องจากเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะมีผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าต้นทุนในการจัดหาเงินทุน และต้นทุนในการจัดหาเงินทุนที่ต่ำกว่าและสามารถจัดหาได้สะดวกกว่าบริษัทที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

ส่วน  $M_{i,t} = 1$  และ  $Q_{i,t} = 1$  เป็นผลรวมของสัมประสิทธิ์  $(\alpha_3 + \alpha_4 + \alpha_5 + \alpha_6)$  ซึ่งเป็นผลของระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน โดยได้ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในญี่ปุ่นส่วนหนี้สินรวมและในไทยส่วนหนี้ระยะยาว ซึ่งแสดงว่าบริษัทมีการปรับเข้าหาเป้าหมาย

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.9 ในส่วนหนี้สินระยะยาว เมื่อบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย พบว่าบริษัทในไทยปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าฮ่องกงและญี่ปุ่น แต่

เมื่อบริษัทขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย พบว่าบริษัทในญี่ปุ่นปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าไทย เนื่องจากบริษัทในไทยเผชิญวิกฤตเศรษฐกิจและแหล่งเงินทุนภายนอกมีความหลากหลายน้อยกว่าฮ่องกงและญี่ปุ่น

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.10 ซึ่งพิจารณาปริมาณความต้องการใช้เงินทุนต่อการก่อหนี้ โดย  $Q_{i,t}$  แทนการขาดแคลนเงินทุน

ตัวแปร  $FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนนี้ระยะยาวของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อขาดแคลนเงินทุน และในทางกลับกันบริษัทจะลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน

ตัวแปร  $FDA_{i,t} Q_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีการขาดแคลนเงินทุน (Financial deficit) โดยพบว่ามีค่าสัมพัทธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนนี้สินรวมของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่ขาดแคลนเงินทุนจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนแตกต่างกับตอนที่ไม่มีเงินทุนส่วนเกิน

ดังนั้นปริมาณความต้องการใช้เงินทุนมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้ที่แตกต่างกัน โดยบริษัทจะก่อหนี้เมื่อขาดแคลนเงินทุนแต่ในจำนวนที่น้อยกว่าการลดหนี้ของบริษัทเมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน อันเป็นผลมาจากการที่บริษัทมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายหรือต้นทุนในการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์ในการก่อหนี้ส่งผลให้บริษัทไม่สามารถที่จะก่อหนี้ได้มากเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ (Trade off theory) หรือบริษัทอาจจะจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนด้วย

ตารางที่ 4.10 แสดงผลการทดสอบปริมาณความต้องการใช้เงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = \gamma_1 + \gamma_3 FDA_{i,t} + \gamma_5 FDA_{i,t} Q_{i,t}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / TA_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $FDA_{i,t}$  คือ ปริมาณการขาดแคลนเงินทุนต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่ t โดยถ้า  $FD_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$  และส่วน  $\gamma$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

ตัวแปร	HK				JP				TH			
	$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$		$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$		$\Delta TD/TA$		$\Delta LD/TA$	
ค่าคงที่	0.002 (0.5037)	0.0159* (2.0321)	0.0066 (1.6369)	0.0026 (0.4985)	-0.0026* (-1.9889)	0.0099*** (3.1404)	-0.0015 (-1.1253)	0.0086 (1.4633)	-0.0188*** (-4.2312)	0.0139* (1.9732)	-0.0012 (-0.3485)	-0.0045 (-0.7169)
$FDA_{i,t}$	0.4865*** (5.3656)	0.7468*** (7.9155)	0.1284*** (3.1)	0.0522 (0.4086)	0.6017*** (5.7457)	0.842*** (8.35)	0.406*** (2.9553)	0.6011*** (3.1711)	0.5598*** (6.1194)	1.0601*** (9.1685)	0.3263*** (9.3563)	0.2755* (2.2245)
$FDA_{i,t} Q_{i,t}$		-0.3692 (-1.9372)		0.1082 (0.7328)		-0.5565*** (-3.9771)		-0.4519 (-1.9344)		-0.7124*** (-4.0113)		0.0723 (0.4916)
$R^2$	0.3603	0.3873	0.0437	0.0477	0.3397	0.3891	0.2431	0.2943	0.1356	0.1586	0.1104	0.111

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.11 แสดงผลของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย

$$\frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = (\gamma_1 + \gamma_2 M_{i,t}) + (\gamma_3 + \gamma_4 M_{i,t}) FDA_{i,t} + (\gamma_5 + \gamma_6 M_{i,t}) FDA_{i,t} Q_{i,t}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / A_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่  $t$  ส่วน  $FDA_{i,t}$  คือ ปริมาณการขาดแคลนเงินทุนต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่  $t$  ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ณ ปีที่  $t$  โดยถ้า  $TDA_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่  $t$  โดยถ้า  $FD_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$  และส่วน  $\gamma$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
ค่าคงที่	-0.0116 (-1.6513)	-0.0343*** (-4.3274)	-0.0073 (-1.4959)	-0.016*** (-9.3693)	0.0092 (1.3795)	-0.0783 (-1.3853)
$M_{i,t}$	0.0317** (2.6009)	0.0551*** (4.6878)	0.0203*** (3.7323)	0.0285*** (10.6042)	0.0378** (2.6108)	0.0772 (1.3626)
$FDA_{i,t}$	0.815*** (11.1239)	0.1359 (1.7305)	0.7385*** (5.0885)	0.272*** (5.8775)	1.0791*** (9.2027)	0.966 (1.4005)
$M_{i,t} FDA$	-0.7754*** (-5.1038)	-0.2783 (-0.9278)	-0.4817*** (-3.161)	-0.1739*** (-2.9986)	-0.7368*** (-3.7777)	-0.9235 (-1.3353)
$FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-0.7364*** (-6.7987)	-0.0173 (-0.151)	-0.8424*** (-3.9672)	-0.231*** (-3.1327)	-0.8752*** (-4.7042)	-0.9883 (-1.0347)
$M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	1.1718*** (4.2243)	0.3169 (0.9313)	1.0393*** (4.3491)	0.377*** (3.3121)	1.2029*** (4.4749)	1.2972 (1.3544)
$Q=1, M=1$	0.475	0.1572	0.4537	0.2441	0.67	0.3514
$R^2$	0.5071	0.1791	0.3286	0.2025	0.1878	0.2108

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

ตารางที่ 4.12 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลองการขาดแคลนเงินทุน

	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
Surplus Above	0.815 <sup>a</sup>	0.1359	0.7385 <sup>a</sup>	0.272 <sup>a</sup>	1.0791 <sup>a</sup>	0.966
Surplus Below	0.0396 <sup>a</sup>	-0.1424	0.2568 <sup>a</sup>	0.0981 <sup>a</sup>	0.3423 <sup>a</sup>	0.0425
Deficit Above	0.0786 <sup>a</sup>	0.1186	-0.1039 <sup>a</sup>	0.041 <sup>a</sup>	0.2039 <sup>a</sup>	-0.0223
Deficit Below	0.475 <sup>a</sup>	0.1572	0.4537 <sup>a</sup>	0.2441 <sup>a</sup>	0.67 <sup>a</sup>	0.3514

เมื่อ a คือ ผลรวมของสัมประสิทธิ์ที่มีนัยสำคัญ

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.11 ซึ่งได้ทำการพิจารณาปริมาณความต้องการใช้เงินทุนเมื่อมีความแตกต่างของระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนหรือเงินทุนส่วนเกินต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้ โดยใช้  $M_{i,t}$  แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและ  $Q_{i,t}$  แทนการขาดแคลนเงินทุน

ตัวแปร  $M_{i,t}$  พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนหนี้สินระยะยาวของฮ่องกงและญี่ปุ่น ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้บริษัทมีการเพิ่มหนี้สิน

ตัวแปร  $FDA_{i,t}$  พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในส่วนหนี้สินรวมฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนหนี้ระยะยาวของญี่ปุ่น ซึ่งแสดงว่าบริษัทจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อขาดแคลนเงินทุนแต่บริษัทจะลดหนี้ที่มีอยู่เมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน

ตัวแปร  $M_{i,t} FDA_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย และในส่วนหนี้สินระยะยาวของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าบริษัทจะลดการก่อหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย

ดังนั้นบริษัทที่ไม่มีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะลดหนี้โดยใช้เงินทุนส่วนเกินที่บริษัทมีอยู่ โดยเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะลดหนี้มากกว่าเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย เนื่องจากการที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะมีต้นทุนการก่อหนี้สูงกว่าประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ภายใต้ทฤษฎีการพิจารณาดันทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้และเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทในอนาคต

ตัวแปร  $FDA_{i,t}$   $Q_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีการขาดแคลนเงินทุน โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามทั้งในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย และในส่วนหนี้ระยะยาวของญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงว่าเมื่อขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะทำให้บริษัทไม่สามารถจัดหาเงินทุน โดยการก่อหนี้เพิ่มขึ้นได้มากนักและทำให้มีการจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน

ตัวแปร  $M_{i,t}$   $FDA_{i,t}$   $Q_{i,t}$  ซึ่งมีตัวแปรหุ่นที่แสดงว่ามีการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย โดยพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันทั้งในส่วนหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาวของทั้งฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลให้บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ รวมถึงความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทในอนาคต

ดังนั้นอาจจะกล่าวได้ว่าเมื่อบริษัทขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลให้บริษัทจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้หรือก่อหนี้เพิ่มขึ้น เมื่อบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายมากกว่าเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย เนื่องจากการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายแสดงว่าบริษัทมีความสามารถในการก่อหนี้สูงและมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้ต่ำกว่าเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย รวมถึงผลประโยชน์จากการก่อหนี้มากกว่าต้นทุนในการก่อหนี้ซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์จากการก่อหนี้

ส่วน  $M_{i,t} = 1$  และ  $Q_{i,t} = 1$  เป็นผลรวมของสัมประสิทธิ์  $(\gamma_3 + \gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6)$  ซึ่งเป็นผลของของระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน โดยได้ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันในฮ่องกงส่วนหนี้สินรวม ในญี่ปุ่นทั้งส่วนหนี้สินรวมและหนี้ระยะยาว และในไทยทั้งส่วนหนี้สินรวม ซึ่งแสดงว่าบริษัทจะยังคงจัดหาเงินทุน โดยจะจัดหาเงินทุนทั้งจากส่วนหนี้และส่วนทุน

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.12 ในส่วนหนี้สินรวม เมื่อบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย พบว่าบริษัทในไทยจะลดหนี้ด้วยเงินทุนส่วนเกินที่มีอยู่มากกว่าฮ่องกง และญี่ปุ่น แต่เมื่อบริษัทขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย พบว่าบริษัทในไทยจะก่อหนี้มากกว่าฮ่องกง แต่ส่วนญี่ปุ่นจะจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนแทน เนื่องจากบริษัทในไทยมีหนี้ระยะสั้นจำนวนมากและแหล่งเงินทุนภายนอกมีความหลากหลายน้อยกว่าฮ่องกงและญี่ปุ่น

จากผลการวิเคราะห์ที่ผ่านมาจะพบว่าบริษัทมีระดับหนี้เป้าหมายและปรับเข้าหาเป้าหมาย โดยระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยที่ความแตกต่างของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนจะส่งผลให้เกิดความเร็วในการปรับเข้าสู่เป้าหมายและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทที่แตกต่างกัน

โดยพบว่าเมื่อบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะส่งผลให้บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้น ทั้งนี้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้มากกว่าเมื่อเทียบกับระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย เนื่องจากความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทและเมื่อบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะมีประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากกว่าต้นทุนที่สูญเสียจากการก่อหนี้ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทใช้เงินทุนส่วนเกินในการลดหนี้สินที่มีอยู่ แต่เมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะลดหนี้เป็นจำนวนมากกว่าและทำให้บริษัทมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เนื่องจากต้นทุนจากการที่มีหนี้สูงมากกว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับและเพื่อลดต้นทุนในการจัดหาเงินทุนในอนาคตเมื่อบริษัทมีความต้องการที่จะใช้เงินทุน แต่บริษัทก็มีขีดความสามารถที่จะก่อหนี้ได้ถึงระดับหนึ่งและก็เป็นการสร้างหนี้สินผูกพันให้กับบริษัทในอนาคต โดยทำให้มีภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้บริษัทยังต้องทนรับกับต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนที่อาจจะเพิ่มขึ้นจากการก่อหนี้ ซึ่งเป็นผลกระทบสืบเนื่องมาจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนภายนอก ซึ่งล้วนแต่เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการปรับระดับหนี้เข้าหาเป้าหมายและส่งผลต่อการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนของบริษัท

#### 4.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

ในส่วนที่ผ่านมาได้ทำการศึกษาการปรับโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ความแตกต่างของสถานะระดับหนี้และความต้องการใช้เงินลงทุน ดังนั้นความสามารถของบริษัทจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนอย่างไร

ตารางที่ 4.13 แสดงความสัมพันธ์ของระยะห่างจากเป้าหมายที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้อิทธิพลจากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าหาเป้าหมาย

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & (\alpha'_1 + \alpha'_2 \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_4 \text{LIQ}_{i,t}) \\ & + (\alpha'_5 + \alpha'_6 \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_7 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_8 \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} \\ & + (\alpha'_9 + \alpha'_{10} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{12} \text{LIQ}_{i,t}) TDA_{i,t} \\ & + (\alpha'_{13} + \alpha'_{14} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{15} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{16} \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} TDA_{i,t} \\ & + (\alpha'_{17} + \alpha'_{18} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{19} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{20} \text{LIQ}_{i,t}) TDA_{i,t} M_{i,t} \\ & + (\alpha'_{21} + \alpha'_{22} \text{PROF}_{i,t} + \alpha'_{23} \text{SIZE}_{i,t} + \alpha'_{24} \text{LIQ}_{i,t}) Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t} \end{aligned}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / A_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $TDA_{i,t}$  คือ สัดส่วนหนี้เป้าหมาย ณ ปีที่ t ลบด้วยหนี้สิน ณ ปีที่ t-1 ต่อสินทรัพย์ ณ ปีที่ t ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ ณ ปีที่ t โดยถ้า  $TDA_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่ t โดยถ้า  $FD_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$  ส่วน  $\text{PROF}_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $\text{SIZE}_{i,t}$  คือ ลอการิทึมของสินทรัพย์ (Log of asset) ส่วน  $\text{LIQ}_{i,t}$  คือ อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน ส่วน  $\text{INT}_{i,t}$  คือ อัตราดอกเบี้ย และส่วน  $\alpha'$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

- \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%
- \*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
- \*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%



## ส่วนที่ 1

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
ค่าคงที่	0.0768 (1.1887)	0.2159*** (3.0214)	0.001 (0.039)	-0.0053 (-0.1604)	0.3199 (1.4492)	-0.3446*** (-4.2568)
PROF <sub>i,t</sub>	0.0344 (0.6565)	-0.0299 (-0.5478)	0.0527 (1.7291)	-0.0196 (-0.9079)	-0.2046*** (-3.0669)	0.5891*** (6.1852)
SIZE <sub>i,t</sub>	-0.0141 (-1.5529)	-0.0337*** (-3.1646)	-0.0019 (-0.6269)	-0.0006 (-0.1487)	-0.0329 (-0.9689)	0.0249* (2.1678)
LIQ <sub>i,t</sub>	0.0025*** (8.8711)	-0.0004 (-0.3092)	0.003*** (3.0384)	0.0024*** (2.8711)	0.0022 (0.569)	-0.0037 (-0.6852)
Q <sub>i,t</sub>	0.0747 (0.6318)	-0.1677 (-1.9213)	0.0075 (0.194)	-0.0197 (-0.4809)	0.2583 (1.0497)	0.1439 (0.9311)
PROF <sub>i,t</sub> Q <sub>i,t</sub>	0.1134 (0.925)	-0.0281 (-0.4082)	-0.1021* (-2.2312)	0.0318 (1.0539)	-0.0105 (-0.081)	-0.0492 (-0.2946)
SIZE <sub>i,t</sub> Q <sub>i,t</sub>	-0.0069 (-0.3991)	0.0307** (2.4034)	0.0019 (0.4303)	0.0028 (0.5855)	-0.0196 (-0.5255)	-0.0154 (-0.7285)
LIQ <sub>i,t</sub> Q <sub>i,t</sub>	-0.0049 (-1.6487)	-0.002 (-1.3428)	-0.0029 (-1.7147)	-0.0001 (-0.0569)	-0.0238*** (-4.2291)	0.0026 (0.3883)
TDA <sub>i,t</sub>	1.0677 (1.7727)	2.2422** (2.5467)	1.3059** (2.2879)	1.8909*** (3.2081)	1.0743 (1.3368)	-1.0156 (-1.2363)
PROF <sub>i,t</sub> TDA <sub>i,t</sub>	0.7795 (1.5427)	-0.1191 (-0.1545)	1.0781 (1.637)	-0.3168 (-1.1479)	0.6253*** (5.7604)	0.9819 (1.5875)
SIZE <sub>i,t</sub> TDA <sub>i,t</sub>	-0.0734 (-0.8304)	-0.254* (-1.9896)	-0.0742 (-1.1616)	-0.1342* (-2)	-0.09 (-0.7228)	0.2564* (2.2146)
LIQ <sub>i,t</sub> TDA <sub>i,t</sub>	0.0121*** (6.7991)	-0.0107 (-0.22)	-0.018 (-0.6675)	-0.1005** (-2.804)	0.0473*** (3.5579)	-0.1547*** (-3.5171)

## ส่วนที่ 2 (ต่อ)

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
$Q_{i,t} TDA_{i,t}$	4.2991*	0.3753	0.2931	0.8755	0.446	4.8033
	(2.004)	(0.1949)	(0.3536)	(0.9763)	(0.4405)	(1.8077)
$PROF_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t}$	2.8343*	1.4031	-1.3968	1.0054**	-0.1058	-1.5736
	(2.0405)	(0.7498)	(-1.3225)	(2.6516)	(-0.6905)	(-1.68)
$SIZE_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t}$	-0.6806*	0.0247	-0.0585	-0.1162	-0.041	-0.7058*
	(-2.1159)	(0.0874)	(-0.6127)	(-1.1246)	(-0.2649)	(-2.0629)
$LIQ_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t}$	-0.023	-0.2463	-0.0026	-0.0848	-0.0497***	-0.015
	(-0.7717)	(-1.8965)	(-0.0824)	(-1.5226)	(-3.2849)	(-0.0977)
$TDA_{i,t} M_{i,t}$	-4.2453***	-8.1432***	-1.6504	-2.5238	-3.1147	1.4973
	(-2.9234)	(-3.1266)	(-1.3324)	(-1.0723)	(-1.4642)	(1.4877)
$PROF_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	-0.6821	1.8685	-2.6727	0.6763	-2.1295*	-1.0264
	(-0.9413)	(0.7323)	(-1.9576)	(0.3839)	(-2.1937)	(-1.5113)
$SIZE_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	0.6738***	1.2396***	0.2137	0.2898	0.4327	-0.2521
	(3.1277)	(3.1422)	(1.487)	(1.0318)	(1.3502)	(-1.7424)
$LIQ_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	-0.1777***	-0.1099	-0.2037***	0.0265	-0.2738***	0.2161***
	(-4.1361)	(-1.2087)	(-3.1242)	(0.5002)	(-2.9603)	(3.2448)
$Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	-1.0069	6.4553	1.2701	1.8247	-1.2499	-5.5155
	(-0.3024)	(1.9286)	(0.8039)	(0.6871)	(-0.4859)	(-1.8853)
$PROF_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	-4.0533	-1.873	3.7917*	-1.8189	1.7862	1.7799
	(-1.5652)	(-0.5886)	(2.1775)	(-0.9614)	(1.5745)	(1.785)
$SIZE_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	0.1853	-1.0806*	-0.1283	-0.1694	0.1084	0.8151*
	(0.3666)	(-2.1759)	(-0.6966)	(-0.5332)	(0.2792)	(2.1245)
$LIQ_{i,t} Q_{i,t} TDA_{i,t} M_{i,t}$	0.1495**	0.3477*	0.1104	0.0627	0.429***	-0.0297
	(2.2739)	(2.1245)	(1.2675)	(0.821)	(4.1009)	(-0.1775)
$R^2$	0.616	0.4706	0.6651	0.4519	0.7448	0.454

ตารางที่ 4.14 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทจาก Target adjustment model

	HK		JP		TH	
	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA
Profitability						
Above Surplus	0.7795	-0.1191	1.0781	-0.3168	0.6253 <sup>a</sup>	0.9819
Below Surplus	0.0974	1.7494	-1.5946	0.3595	-1.5042 <sup>a</sup>	-0.0445
Above Deficit	3.6138	1.284	-0.3187	0.6886	0.5195	-0.5917
Below Deficit	-1.1216	1.2795	0.8003	-0.454	0.1762	0.1618
Size						
Above Surplus	-0.0734	-0.254 <sup>a</sup>	-0.0742	-0.1342 <sup>a</sup>	-0.09	0.2564 <sup>a</sup>
Below Surplus	0.6004	0.9856 <sup>a</sup>	0.1395	0.1556	0.3427	0.0043
Above Deficit	-0.754	-0.2293	-0.1327	-0.2504	-0.131	-0.4494 <sup>a</sup>
Below Deficit	0.1051	-0.0703	-0.0473	-0.13	0.4101	0.1136
Liquidity						
Above Surplus	0.0121 <sup>a</sup>	-0.0107	-0.018	-0.1005 <sup>a</sup>	0.0473 <sup>a</sup>	-0.1547 <sup>a</sup>
Below Surplus	-0.1656 <sup>a</sup>	-0.1206	-0.2217	-0.074	-0.2265 <sup>a</sup>	0.0614 <sup>a</sup>
Above Deficit	-0.0109	-0.257	-0.0206	-0.1853	-0.0024 <sup>a</sup>	-0.1697
Below Deficit	-0.0391	-0.0192	-0.1139	-0.0961	0.1528 <sup>a</sup>	0.0167

เมื่อ a คือ ผลรวมของสัมประสิทธิ์ที่มีนัยสำคัญ

#### 4.3.1 Target adjustment model

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.13 ซึ่งแสดงถึงระยะห่างจากเป้าหมายที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้อิทธิพลจากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนต่อการปรับโครงสร้างเงินทุนเข้าหาเป้าหมาย

##### 4.3.1.1 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

###### 4.3.1.1.1 ในส่วนของหนี้สินรวม

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงและมีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย ภายใต้ทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นบริษัทจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน ดังนั้นการที่บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง ทำให้บริษัทจะเลือกใช้กำไรจากการดำเนินงานเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายแทนการก่อหนี้

- ขนาดของบริษัท โดยที่ตัวแปร  $SIZE_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมายมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะว่าบริษัทขนาดใหญ่มีความสามารถในการก่อหนี้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ไม่ว่าจะเป็นการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกหรือความคงที่ของรายได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็กและต้นทุนในการก่อหนี้ถูกกว่าเมื่อก่อหนี้ในปริมาณเท่ากัน และตัวแปร  $SIZE_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินบริษัทจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมายโดยที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากการที่มีระดับหนี้เข้าใกล้เป้าหมายทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้นและได้ผลประโยชน์ทางภาษี

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้เนื่องจากเมื่อมีระดับหนี้สูงจะมีต้นทุนจากการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้ ส่วนตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมายเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ และตัวแปร  $LIQ_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญใน

ทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย และมีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ที่บริษัทยังสามารถที่จะได้รับประโยชน์ทางภาษี

#### 4.3.1.1.2 ในส่วนของหนี้สินระยะยาว

- ขนาดของบริษัท โดยที่ตัวแปร  $SIZE_{i,t}TDA_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามและตัวแปร  $SIZE_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่และมีเงินทุนส่วนเกินเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย แต่เมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะส่งผลให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีการกระจายการลงทุนทำให้มีความผันผวนของรายได้ได้น้อยกว่าบริษัทขนาดเล็กและมีแหล่งเงินทุนให้เลือกในการจัดหาเงินทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และส่วน  $SIZE_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่เมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้บริษัทปรับออกจากเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่สามารถที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งทุนอื่นแทนการก่อหนี้ โดยจะจัดหาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย โดยช่วยสนับสนุนให้บริษัทก่อหนี้ได้ง่ายและสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนบวกกับบริษัทสามารถยังสามารถได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้ได้อยู่

#### 4.3.1.2 ประเทศญี่ปุ่น

##### 4.3.1.2.1 ในส่วนของหนี้สินรวม

- ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อเกิดการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย โดยช่วยสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อหนี้ได้ง่ายและการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายทำให้บริษัทยังสามารถได้รับประโยชน์จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นซึ่ง

สอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้และการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีระดับหนี้ต่ำและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมายเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต

#### 4.3.1.2.2 ในส่วนของหนี้สินระยะยาว

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมาย โดยบริษัทที่ใช้จ่ายได้จากการดำเนินงานจากความสามารถในการทำกำไรของบริษัทซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่บริษัทชอบที่จะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในเป็นอันดับแรก

- ขนาดของบริษัท โดยที่ตัวแปร  $SIZE_{i,t}TDA_{i,t}$  ซึ่งพบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่เมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมายมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่ในญี่ปุ่นมีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนที่หลากหลายกว่าบริษัทขนาดเล็ก

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย เพราะบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงจะมีส่วนช่วยสนับสนุนให้มีความสามารถในการบริหารจัดการหนี้สินได้ดีกว่าบริษัทที่ขาดสภาพคล่องทางการเงิน

### 4.3.1.3 ประเทศไทย

#### 4.3.1.3.1 ในส่วนของหนี้สินรวม

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}TDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันและตัวแปร  $PROF_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงและมีเงินทุนส่วนเกินเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับเข้าหาเป้าหมายแต่ถ้ามีระดับ

หนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย โดยกรณีที่มียอดหนี้สูงกว่าเป้าหมายแสดงว่าต้นทุนในการก่อหนี้สูงกว่าประโยชน์จากการก่อหนี้ทำให้ปรับเข้าหาเป้าหมายซึ่งทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับแนวความคิดการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ แต่เมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการปรับออกจากเป้าหมายเนื่องจากต้นทุนในการจัดหาเงินทุนต่ำกว่าและบริษัทมีโครงการลงทุนในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lang, Ofek and Stulz (1996) ที่แสดงว่าบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ต่ำจะมีการลงทุนในอนาคตสูง

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}$  และ  $LIQ_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีการปรับเข้าหาเป้าหมายในกรณีที่มียอดหนี้ส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายหรือในกรณีที่มีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ ส่วนตัวแปร  $LIQ_{i,t}Q_{i,t}TDA_{i,t}$  และ  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีการปรับออกจากเป้าหมายในกรณีที่มีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายหรือในกรณีที่มียอดหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน

#### 4.3.1.3.2 ในส่วนหนี้สินระยะยาว

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}TDA_{i,t}M_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย เพราะบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงจะทำให้สามารถก่อหนี้ได้ง่ายกว่าบริษัทที่ขาดสภาพคล่อง แต่ถ้ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายมีส่วนช่วยในการปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วขึ้น

จากการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.14 พบว่า

- ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งพบว่าในประเทศไทยส่วนหนี้สินรวม โดยในกรณีที่มียอดหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้บริษัทมีการปรับเข้าหาเป้าหมาย เนื่องจากต้นทุนในการก่อหนี้สูงกว่าผลประโยชน์ทางภาษีที่ได้รับจากการก่อหนี้และเพื่อความสามารถในการก่อหนี้และต้นทุนในการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าในอนาคต และในกรณีที่มียอดหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำ

กำไรสูงจะมีระดับหนี้ต่ำ (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995) และสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นที่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน

- ขนาดบริษัท ซึ่งพบว่ามีความแตกต่างระหว่างฮ่องกงและญี่ปุ่นซึ่งอยู่ในกลุ่มประเทศที่พัฒนาแล้วกับไทยซึ่งอยู่ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา เนื่องจากความหลากหลายของแหล่งเงินทุนทั้งจากตลาดเงินและตลาดทุน โดยในกรณีที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้บริษัทในฮ่องกงและญี่ปุ่นปรับเข้าหาเป้าหมายช้ากว่าบริษัทในประเทศไทย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่พบว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีระดับหนี้สูง (Frank and Goyal, 2003; Rajan and Zingales, 1995; Wiwattanakantang, 1999) เนื่องจากมีข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนภายนอกในประเทศไทย ทำให้บริษัทในประเทศไทยต้องปรับเข้าหาเป้าหมายเร็วกว่าฮ่องกงและญี่ปุ่น

- สภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งพบว่าในส่วนหนี้สินรวมของฮ่องกงกับไทย โดยในกรณีที่มีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้บริษัทปรับเข้าหาเป้าหมาย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้ แต่ถ้ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมายเพื่อรักษาความสามารถในการจัดหาเงินทุนและต้นทุนในการก่อหนี้ที่ต่ำกว่าในอนาคต ในส่วนหนี้ระยะยาวของญี่ปุ่นกับไทยในกรณีที่มีระดับหนี้สูงและมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้ปรับออกจากเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทมีความสามารถในการบริหารสภาพคล่องจึงเป็นการส่งเสริมให้ก่อหนี้ระยะยาว เพราะมีอายุการใช้หนี้ยาวนานกว่าหนี้ระยะสั้น



ตารางที่ 4.15 แสดงความสัมพันธ์ของปริมาณการขาดแคลนเงินที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้  
อิทธิพลจากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & (\gamma'_1 + \gamma'_2 \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_3 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_4 \text{LIQ}_{i,t}) \\ & + (\gamma'_5 + \gamma'_6 \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_7 \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_8 \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} \\ & + (\gamma'_9 + \gamma'_{10} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{11} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{12} \text{LIQ}_{i,t}) \text{FDA}_{i,t} \\ & + (\gamma'_{13} + \gamma'_{14} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{15} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{16} \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} \text{FDA}_{i,t} \\ & + (\gamma'_{17} + \gamma'_{18} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{19} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{20} \text{LIQ}_{i,t}) \text{FDA}_{i,t} Q_{i,t} \\ & + (\gamma'_{21} + \gamma'_{22} \text{PROF}_{i,t} + \gamma'_{23} \text{SIZE}_{i,t} + \gamma'_{24} \text{LIQ}_{i,t}) M_{i,t} \text{FDA}_{i,t} Q_{i,t} \end{aligned}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / A_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่  $t$  ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่  $t$  ส่วน  $\text{FDA}_{i,t}$  คือ ปริมาณการขาดแคลนเงินทุนต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่  $t$  ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ ณ ปีที่  $t$  โดยถ้า  $\text{TDA}_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่  $t$  โดยถ้า  $\text{FD}_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$  ส่วน  $\text{PROF}_{i,t}$  คือ อัตราส่วนรายได้ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่  $t$  ส่วน  $\text{SIZE}_{i,t}$  คือ ลอการิทึมของสินทรัพย์ (Log of asset) ส่วน  $\text{LIQ}_{i,t}$  คือ อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน ส่วน  $\text{INT}_{i,t}$  คือ อัตราดอกเบี้ย และส่วน  $\gamma'$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์

\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

\*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## ส่วนที่ 1

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
ค่าคงที่	0.1136 (1.7859)	0.0775 (1.0122)	0.0753 (0.5746)	-0.0545 (-1.3647)	-0.16 (-1.0134)	-0.1117 (-0.9583)
$PROF_{i,t}$	0.0094 (0.1781)	0.0691 (1.1385)	0.0558 (1.3676)	0.0338 (1.1371)	0.1173 (1.0276)	-0.0602 (-0.5734)
$SIZE_{i,t}$	-0.0162 (-1.757)	-0.0144 (-1.2705)	-0.0088 (-0.5949)	0.0049 (1.0932)	0.023 (0.9258)	0.0135 (0.7267)
$LIQ_{i,t}$	0.0001 (0.4098)	-0.0001 (-0.465)	-0.0026 (-0.7762)	0.0031** (2.6062)	-0.0035 (-0.9213)	0.0089** (2.3126)
$Q_{i,t}$	-0.1994 (-1.7234)	-0.1915 (-1.703)	-0.0772 (-0.5764)	0.0587 (1.259)	-0.1358 (-0.3953)	-0.0027 (-0.0202)
$PROF_{i,t} Q_{i,t}$	0.0718 (0.8382)	-0.1105 (-1.3277)	-0.1108* (-2.0427)	-0.0418 (-1.0879)	-0.3259 (-0.6889)	0.0505 (0.393)
$SIZE_{i,t} Q_{i,t}$	0.0284 (1.7956)	0.0326* (2.0952)	0.01 (0.6615)	-0.0055 (-1.0528)	0.032 (0.5694)	0.0036 (0.1691)
$LIQ_{i,t} Q_{i,t}$	0.0002 (0.1141)	0.0012 (0.6063)	0.001 (0.2599)	-0.0026 (-1.5891)	-0.0029 (-0.3026)	-0.0067 (-1.6393)
$FDA_{i,t}$	0.0133 (0.0217)	-0.9828 (-0.9948)	4.1292 (1.0714)	0.7215 (0.7085)	-1.3639 (-0.5196)	-2.3348 (-0.5989)
$PROF_{i,t} FDA_{i,t}$	-1.123 (-1.3904)	-0.2129 (-0.1838)	-1.5906*** (-3.5177)	-0.7273*** (-2.8649)	1.3601 (1.4082)	-1.9227 (-1.3466)
$SIZE_{i,t} FDA_{i,t}$	0.149 (1.6214)	0.2123 (1.3378)	-0.3432 (-0.7814)	-0.0177 (-0.1529)	0.3694 (0.8723)	0.627 (1.0252)
$LIQ_{i,t} FDA_{i,t}$	0.0016 (0.6703)	-0.0054* (-2.1679)	-0.1795** (-2.3562)	-0.0833** (-2.7576)	-0.0913* (-1.9809)	-0.0774 (-1.1815)

## ส่วนที่ 2 (ต่อ)

ตัวแปร	HK		JP		TH	
	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$	$\Delta TD/TA$	$\Delta LD/TA$
$FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-0.5728 (-0.4125)	2.0055 (1.5003)	-5.6954 (-1.4621)	-1.7063 (-1.519)	5.3976 (1.145)	-0.0735 (-0.0157)
$PROF_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	0.6637 (0.6236)	0.4509 (0.3587)	1.6335*** (2.9701)	0.3929 (0.8792)	-2.8024 (-1.6456)	3.4738* (2.2322)
$SIZE_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-0.0512 (-0.2257)	-0.3824 (-1.7604)	0.5126 (1.1517)	0.1019 (0.8034)	-0.9371 (-1.2577)	-0.4345 (-0.6241)
$LIQ_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-0.007 (-0.6158)	-0.0042 (-0.4185)	0.2066** (2.657)	0.1725*** (3.4724)	-0.038 (-0.6525)	0.2401 (1.2847)
$M_{i,t} FDA_{i,t}$	2.2109 (1.3226)	5.1103** (2.4643)	-3.1881 (-1.4608)	-1.4579 (-1.9546)	0.1992 (0.0846)	1.3307 (0.4199)
$PROF_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t}$	2.4963*** (3.6329)	1.2888 (1.1606)	2.6652*** (4.4012)	2.114*** (3.5797)	0.7856 (0.5979)	1.6001 (1.2563)
$SIZE_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t}$	-0.5583* (-2.2359)	-0.9236*** (-2.9458)	0.2345 (0.9409)	0.0647 (0.7627)	-0.2198 (-0.6821)	-0.4726 (-0.9619)
$LIQ_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t}$	0.0811** (2.3828)	0.0564 (1.4909)	0.1534*** (3.4732)	0.1254*** (4.98)	0.0358 (0.541)	0.0855 (1.3609)
$M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-1.3876 (-0.647)	-5.731** (-2.5126)	5.083* (2.1997)	1.7978 (1.8239)	-2.4235 (-0.6658)	0.217 (0.0532)
$PROF_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-2.312* (-2.1936)	-0.8 (-0.6471)	-1.9748** (-2.6314)	-1.6567** (-2.3329)	0.5711 (0.1766)	-2.5571 (-1.8161)
$SIZE_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	0.5197 (1.5753)	1.0676*** (3.0632)	-0.3509 (-1.32)	-0.019 (-0.1667)	0.6194 (1.1665)	0.4584 (0.7756)
$LIQ_{i,t} M_{i,t} FDA_{i,t} Q_{i,t}$	-0.1259*** (-3.4848)	-0.0626 (-1.6122)	-0.2745*** (-4.9184)	-0.2278*** (-4.9257)	0.0971 (1.296)	-0.2509 (-1.3501)
$R^2$	0.5627	0.2433	0.3926	0.2135	0.2447	0.2394

ตารางที่ 4.16 แสดงผลรวมของสัมประสิทธิ์ของปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทจาก Financial deficit model

	HK		JP		TH	
	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA	$\Delta$ TD/TA	$\Delta$ LD/TA
Profitability						
Above Surplus	-1.123	-0.2129	-1.5906 <sup>a</sup>	-0.7273 <sup>a</sup>	1.3601	-1.9227
Below Surplus	1.3733	1.0759	1.0746 <sup>a</sup>	1.3867 <sup>a</sup>	2.1457	-0.3226
Above Deficit	-0.4593	0.238	0.0429 <sup>a</sup>	-0.3344	-1.4423	1.5511
Below Deficit	-0.275	0.7268	0.7333 <sup>a</sup>	0.1229	-0.0856	0.5941
Size						
Above Surplus	0.149	0.2123	-0.3432	-0.0177	0.3694	0.627
Below Surplus	-0.4093	-0.7113	-0.1087	0.047	0.1496	0.1544
Above Deficit	0.0978	-0.1701	0.1694	0.0842	-0.5677	0.1925
Below Deficit	0.0592	-0.0261	0.053	0.1299	-0.1681	0.1783
Liquidity						
Above Surplus	0.0016	-0.0054 <sup>a</sup>	-0.1795 <sup>a</sup>	-0.0833 <sup>a</sup>	-0.0913 <sup>a</sup>	-0.0774
Below Surplus	0.0827	0.051	-0.0261 <sup>a</sup>	0.0421 <sup>a</sup>	-0.0555	0.0081
Above Deficit	-0.0054	-0.0096	0.0271 <sup>a</sup>	0.0892 <sup>a</sup>	-0.1293	0.1627
Below Deficit	-0.0502	-0.0158	-0.094 <sup>a</sup>	-0.0132 <sup>a</sup>	0.0036	-0.0027

เมื่อ a คือ ผลรวมของสัมประสิทธิ์ที่มีนัยสำคัญ

#### 4.3.2 Financial deficit model

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.15 ซึ่งแสดงถึงปริมาณการขาดแคลนเงินที่มีปัจจัยคุณลักษณะภายใต้อิทธิพลจากระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้

##### 4.3.2.1 เขตปกครองพิเศษฮ่องกง

###### 4.3.2.1.1 ในส่วนของหนี้สินรวม

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน แต่ที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความในการทำกำไรสูงและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายเมื่อไม่มีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนหรือมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้บริษัทลดการก่อหนี้สินเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต แต่ถ้าบริษัทประสบกับปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้บริษัทใช้ผลกำไรที่ได้จากการดำเนินงาน แทนการก่อหนี้หรือออกหุ้นเพิ่มทุน

- ขนาดบริษัท โดยที่ตัวแปร  $SIZE_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่และมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อหนี้เพิ่มขึ้นหรือลดส่วนทุนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก และมีต้นทุนในการจัดหาเงินทุนถูกกว่าบริษัทขนาดเล็ก

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน แต่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ถ้ามีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้ก่อหนี้ลดลงโดยใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องหรือออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้นที่จัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน

###### 4.3.2.1.2 ในส่วนของหนี้สินระยะยาว

- ขนาดของบริษัท โดยที่ตัวแปร  $SIZE_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม และตัวแปร  $SIZE_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่และมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนการก่อหนี้ลดลงหรือลดส่วนทุนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ถ้ามีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้

บริษัทก่อนนี้เพิ่มขึ้นซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นและการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์ในการก่อนนี้

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทก่อนนี้น้อยลงหรือลดส่วนทุน

#### 4.3.2.2 ประเทศญี่ปุ่น

ทั้งในส่วนของหนี้สินรวมและหนี้สินระยะยาว

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อนนี้เพิ่มขึ้นหรือลดส่วนทุน ส่วนตัวแปร  $PROF_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันและตัวแปร  $PROF_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถลดหนี้หรือก่อนนี้น้อยลง แต่ถ้ามมีการขาดแคลนเงินทุนจะสนับสนุนให้บริษัทก่อนนี้น้อยลงโดยใช้กำไรสะสมสนับสนุนซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}FDA_{i,t}$  และตัวแปร  $LIQ_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ทว่าตัวแปร  $LIQ_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  และตัวแปร  $LIQ_{i,t}M_{i,t}FDA_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงจะช่วยสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อนนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีระดับหนี้เงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายหรือเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย แต่จะช่วยสนับสนุนให้บริษัทก่อนนี้ลดลงเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกินหรือเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน

#### 4.3.2.3 ประเทศไทย

4.3.2.3.1 ในส่วนของหนี้สินรวม

- สภาพคล่องทางการเงิน โดยที่ตัวแปร  $LIQ_{i,t}FDA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเมื่อมีเงินทุน

ส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถก่อหนี้เพิ่มขึ้นหรือลด  
ส่วนทุน

#### 4.3.2.3.2 ในส่วนของหนี้สินระยะยาว

- ความสามารถในการทำกำไร โดยที่ตัวแปร  $PROF_{i,t}FDA_{i,t}Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงจะสนับสนุนให้บริษัทสามารถการก่อหนี้เพิ่มขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.16 พบว่า

- ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งพบว่าในญี่ปุ่นทั้งส่วนหนี้สินรวมและหนี้ระยะยาว โดยในกรณีที่มีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้มีการลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุน โดยอาจจะมีการเพิ่มเงินปันผลจ่ายเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้ประโยชน์จากการดำเนินงานมากขึ้น แต่ถ้ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้ลดหนี้สินที่มีอยู่โดยใช้เงินทุนส่วนเกินที่มีอยู่ แต่ในส่วนหนี้สินรวมโดยในกรณีที่มีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้มีการก่อหนี้มากขึ้นซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น

- สภาพคล่องทางการเงิน ซึ่งพบว่าในญี่ปุ่นทั้งส่วนหนี้สินรวมและหนี้ระยะยาว โดยในกรณีที่มีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูงหรือต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้มีการลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุน แต่ในกรณีที่มีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้มีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่ถ้ามีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะสนับสนุนให้มีการจัดหาเงินทุนจากส่วนทุน

#### 4.4 ผลการวิเคราะห์การลงทุนมีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน ภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีอยู่

การศึกษาการใช้เงินทุนภายใต้แนวความคิดของทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น ซึ่งประกอบด้วย จำนวนเงินที่ใช้ในการจ่ายเงินปันผล จำนวนเงินที่ใช้ในการลงทุน จำนวนเงินที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงเงินทุนหมุนเวียนและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

ตารางที่ 4.17 แสดงความสัมพันธ์ของการใช้เงินทุนที่มีผลต่อการปรับโครงสร้างเงินทุน

$$\begin{aligned} \frac{\Delta D_{i,t}}{TA_{i,t}} = & \phi_1 Q_{i,t} + \left( \phi_2 \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_3 \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_4 \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_5 \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \\ & + \left( \phi_6 \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_7 \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_8 \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_9 \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) Q_{i,t} \\ & + \left( \phi_{10} \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{11} \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{12} \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_{13} \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) M_{i,t} \\ & + \left( \phi_{14} \frac{DIV_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{15} \frac{I_{i,t}}{TA_{i,t}} + \phi_{16} \frac{\Delta WC_{i,t}}{TA_{i,t}} - \phi_{17} \frac{OCF_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) M_{i,t} Q_{i,t} \end{aligned}$$

โดยที่  $\Delta D_{i,t} / TA_{i,t}$  หมายถึง การเปลี่ยนแปลงหนี้สิน ณ ปีที่ t ต่อสินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $DIV_{i,t}$  คือ จำนวนเงินปันผลจ่าย ณ ปีที่ t ส่วน  $I_{i,t}$  คือ การลงทุน ณ ปีที่ t ส่วน  $\Delta WC_{i,t}$  คือ การเปลี่ยนแปลงของเงินทุนหมุนเวียน ณ ปีที่ t ส่วน  $OCF_{i,t}$  คือ การแสวงเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักดอกเบี้ยและภาษี ณ ปีที่ t ส่วน  $TA_{i,t}$  คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ t ส่วน  $M_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ณ ปีที่ t โดยถ้า  $TDA_{i,t} > 0$  แล้ว  $M_{i,t} = 1$  ส่วน  $Q_{i,t}$  คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการขาดแคลนเงินทุนของบริษัท ณ ปีที่ t โดยถ้า  $FD_{i,t} > 0$  แล้ว  $Q_{i,t} = 1$

- \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%
- \*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%
- \*\*\* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%



ตัวแปร	HK		JP		TH	
	TD/TA	LD/TA	TD/TA	LD/TA	TD/TA	LD/TA
ค่าคงที่	-0.013 (-1.2003)	-0.0142 (-1.1861)	-0.0188*** (-5.0969)	-0.0046 (-1.9539)	-0.0244*** (-3.2977)	-0.0274*** (-3.5776)
$Q_{i,t}$	0.0274 (1.7128)	0.0329** (2.328)	0.028*** (5.4163)	0.0045 (1.1034)	0.0565*** (3.6821)	0.0293** (2.6984)
$DIV_{i,t} / TA_{i,t}$	0.8314*** (9.2268)	0.0527 (0.2143)	2.2343*** (3.7902)	0.7673*** (4.0317)	1.3186*** (8.7302)	1.5818*** (5.1587)
$I_{i,t} / TA_{i,t}$	0.9502*** (12.5003)	0.3241*** (3.2307)	0.9081*** (4.7013)	0.3937*** (6.6216)	1.0627*** (3.4651)	2.3374*** (3.5182)
$\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t}$	0.8302*** (7.5931)	0.6734*** (3.4594)	0.6563*** (6.1419)	0.8787*** (14.989)	0.5154*** (3.4073)	2.0194*** (6.8558)
$OCF_{i,t} / TA_{i,t}$	-0.7533*** (-9.1984)	-0.352*** (-2.9597)	-0.6914*** (-6.3205)	-0.447*** (-10.9073)	-0.8047*** (-6.8803)	-1.3298*** (-6.4445)
$(DIV_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	-0.8918*** (-5.9871)	0.1598 (0.5748)	-3.7997*** (-4.6423)	-1.535*** (-3.3599)	-0.9518*** (-3.3823)	-1.6289*** (-4.7645)
$(I_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	-0.8341*** (-4.5002)	-0.484*** (-3.2926)	-1.081*** (-4.9697)	-0.3977*** (-5.1474)	-0.7702** (-2.3641)	-2.9907*** (-4.391)
$(\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	-0.5101 (-1.7928)	-0.2653 (-0.8694)	-0.8825*** (-4.8805)	-0.6231*** (-6.0042)	-0.4111* (-2.0492)	-2.1895*** (-6.474)
$(OCF_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	0.389 (1.8565)	0.206 (1.168)	0.8995*** (4.8878)	0.4067*** (5.9225)	0.1489 (0.8285)	1.5289*** (5.7082)
$M_{i,t} (DIV_{i,t} / TA_{i,t})$	-1.2848*** (-5.5402)	-0.358 (-1.0872)	-2.0166*** (-3.104)	-0.5529 (-1.9234)	-1.3687*** (-5.6099)	-1.4735*** (-4.5811)
$M_{i,t} (I_{i,t} / TA_{i,t})$	-0.9319*** (-4.8223)	-0.6779** (-2.5825)	-0.8944*** (-4.4673)	-0.3151*** (-4.451)	-1.0755*** (-3.279)	-2.2063*** (-3.3251)
$M_{i,t} (\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t})$	-1.0623*** (-5.2905)	-0.6791*** (-2.9036)	-0.9053*** (-6.7876)	-0.4584*** (-3.6364)	-0.542 (-1.9311)	-1.7169*** (-5.8861)
$M_{i,t} (OCF_{i,t} / TA_{i,t})$	1.0402*** (7.3763)	0.6121*** (3.7117)	0.8386*** (7.5067)	0.3857*** (6.8158)	0.8841*** (5.4671)	1.3139*** (6.7614)
$M_{i,t} (DIV_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	1.4706*** (4.5599)	0.1108 (0.295)	3.0513*** (3.3364)	1.1115 (1.8795)	1.4651*** (4.1604)	1.4763*** (4.0954)
$M_{i,t} (I_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	1.3043*** (4.9878)	1.0213*** (3.5838)	1.6021*** (6.9502)	0.6617*** (6.6119)	1.5601*** (4.6008)	3.2286*** (4.7454)
$M_{i,t} (\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	1.0694** (2.7646)	0.5308 (1.496)	1.5363*** (6.785)	0.4923*** (2.8412)	1.0061*** (3.0853)	2.2711*** (6.7405)
$M_{i,t} (OCF_{i,t} / TA_{i,t}) Q_{i,t}$	-0.9957*** (-3.5178)	-0.5465** (-2.3618)	-1.3991*** (-6.7053)	-0.4542*** (-4.7629)	-0.9887*** (-4.3927)	-1.6726*** (-6.4002)
$R^2$	0.5242	0.3034	0.3463	0.3575	0.6287	0.4223

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.15

โดยที่  $Q_{i,t}$  มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียว ซึ่งแสดงว่าเมื่อมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนบริษัทจะทำการจัดหาเงินทุน

เมื่อพิจารณาการใช้เงินทุนพบว่าทั้งตัวแปร  $DIV_{i,t} / TA_{i,t}$  ตัวแปร  $I_{i,t} / TA_{i,t}$  และตัวแปร  $\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงนี้ แต่ตัวแปร  $OCF_{i,t} / TA_{i,t}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงนี้ ซึ่งแสดงว่าเมื่อบริษัทมีความต้องการที่จะใช้เงินทุนในการจ่ายเงินปันผล การลงทุนและการเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนจะทำให้บริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้น แต่ถ้าบริษัทมีรายได้หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นจำนวนมาก ทำให้บริษัทก่อหนี้ลดลงหรือลดภาระหนี้โดยใช้แหล่งเงินทุนภายในหรือเงินทุนส่วนเกินของบริษัท

พิจารณาการใช้เงินทุนเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนพบว่าตัวแปร  $(DIV_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  ตัวแปร  $(I_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  และตัวแปร  $(\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ตัวแปร  $(OCF_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าเมื่อบริษัทมีความต้องการใช้เงินทุนและมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุน บริษัทจะมีการก่อหนี้ลดลงเพราะว่าเมื่อบริษัทมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายทำให้ไม่สามารถก่อหนี้ได้มากนัก แต่ถ้าบริษัทมีรายได้รับจำนวนมากและมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุน ทำให้บริษัทสามารถก่อหนี้เพิ่มขึ้น

พิจารณาเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย พบว่าตัวแปร  $M_{i,t} (DIV_{i,t} / TA_{i,t})$  ตัวแปร  $M_{i,t} (I_{i,t} / TA_{i,t})$  และตัวแปร  $M_{i,t} (\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t})$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม แต่ตัวแปร  $M_{i,t} (OCF_{i,t} / TA_{i,t})$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแสดงว่าเมื่อบริษัทมีความต้องการใช้เงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย บริษัทจะก่อหนี้ลดลงเพราะว่าบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินที่สามารถใช้ในการดำเนินหรือบริหารกิจการ แต่ถ้าบริษัทมีรายได้รับจำนวนมากและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย จะสนับสนุนให้บริษัทสามารถเพิ่มการก่อหนี้ได้

พิจารณาเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย พบว่าตัวแปร  $M_{i,t} (DIV_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  ตัวแปร  $M_{i,t} (I_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  และตัวแปร  $M_{i,t} (\Delta WC_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกัน แต่ตัวแปร  $M_{i,t} (OCF_{i,t} / TA_{i,t})_{Q_{i,t}}$  พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งแสดงว่าเมื่อบริษัทมีความต้องการที่จะใช้เงินทุน มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน บริษัทจะก่อหนี้เพิ่มขึ้นเพราะว่า

บริษัทที่มีความสามารถในการก่อหนี้เนื่องจากมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย แต่ถ้าบริษัทมีรายได้จำนวนมาก มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน ทำให้บริษัทลดการก่อหนี้หรือลดภาระหนี้โดยใช้แหล่งเงินทุนภายในหรือเงินทุนส่วนเกินของบริษัท

ดังนั้นระดับหนี้และปัญหาการขาดแคลนเงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุน โดยเมื่อมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะมีส่วนช่วยให้บริษัทสามารถที่จะก่อหนี้เพิ่มขึ้นเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้และทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น แต่ถ้าไม่มีปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะทำให้บริษัทเลือกแหล่งเงินทุนภายในก่อน เนื่องจากต้นทุนของแหล่งเงินทุนภายในถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกและทำให้บริษัทรักษาความสามารถในการก่อหนี้ที่บริษัทสามารถจัดหาได้ในอนาคต



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

ในการบริหารบริษัทในแต่ละประเทศย่อมมีความสัมพันธ์หรือเกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัททั้งส่วนหนี้และส่วนทุน โดยจะมีความเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงมีการวางแผนโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายโดยพิจารณาความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการก่อหนี้มากเกินไปซึ่งทำให้บริษัทอาจจะไม่สามารถชำระหนี้ได้ในอนาคตหรืออาจจะไม่สามารถจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมจากส่วนหนี้ และประโยชน์ที่ได้รับจากการก่อหนี้โดยบริษัทสามารถที่จะใช้ในการลดภาษีที่ต้องจ่ายหรือใช้ในการลงทุนในโครงการที่ได้ผลตอบแทนสูง แต่ทว่าในการจัดหาเงินทุนไม่ว่าจากส่วนหนี้หรือส่วนทุนก็จะมีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาที่แตกต่างกัน โดยขึ้นอยู่กับระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุน ซึ่งในการศึกษาได้พิจารณาการจัดหาเงินทุนและพิจารณาถึงปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทรวมถึงปัจจัยที่มีส่วนในการใช้เงินทุนต่อการจัดหาเงินทุนเมื่อมีระดับหนี้ที่สูงกว่าหรือต่ำกว่าและมีการขาดแคลนเงินทุนหรือมีเงินทุนส่วนเกิน ซึ่งแบ่งออกเป็น 4 ส่วน

ส่วนแรก ทำการศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัทที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย โดยได้ตรวจสอบความเกี่ยวข้องในการประมาณการและได้พิจารณารวมผลของ Individual effect ในการศึกษาและพบว่าการประมาณการโดยพิจารณารวม Individual effect มีความเหมาะสมกว่า โดยในฮ่องกงและไทยเป็นแบบ Random effect ส่วนญี่ปุ่นเป็นแบบ Fixed effect แต่เมื่อพิจารณาแยกตามประเภทกลุ่มเศรษฐกิจ (Economic groups) ก็พบว่าการประมาณการแบบมี individual effect แตกต่างกันไป และการศึกษาในส่วนความสัมพันธ์ของปัจจัยคุณลักษณะต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย พบว่าปัจจัยจากความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัทและอัตราดอกเบี้ยมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางที่เหมือนกันในสามประเทศซึ่งความสัมพันธ์ที่ได้ตรงกับงานวิจัยที่ผ่านมา

ส่วนที่สอง ทำการศึกษาระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อความเร็วและการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในฮ่องกง ญี่ปุ่นและไทย โดยพบว่าบริษัทปรับระดับหนี้เข้าสู่เป้าหมายและความแตกต่างของระดับหนี้มีผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมาย ซึ่งแสดงว่ามีผลกระทบจากต้นทุนค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนโดยเฉพาะอย่างยิ่งในการจัดหาเงินทุนจากส่วนทุนสูงกว่าส่วนหนี้ทำให้ส่งผลต่อการปรับเข้าหาเป้าหมายแตกต่างกันและเพราะจากการที่บริษัทไม่

ประสบปัญหาการขาดแคลนเงินทุน แต่เมื่อศึกษาปริมาณความต้องการใช้เงินทุนต่อการเพิ่มหรือลดหนี้ ซึ่งพบว่าการลดหนี้เมื่อมีเงินทุนส่วนเกินจะมีจำนวนมากกว่าการก่อหนี้เมื่อขาดแคลนเงินทุน

ดังนั้นจึงทำการศึกษาโดยรวมผลกระทบของระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนในฮ่องกง ญี่ปุ่น และไทย ซึ่งพบว่าเมื่อบริษัทมีเงินทุนส่วนเกินจะลดหนี้ โดยเมื่อระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะลดหนี้มากกว่าเมื่อเทียบกับระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย ซึ่งทำให้บริษัทเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายจะมีความเร็วในการปรับเข้าสู่เป้าหมายเร็วกว่า เนื่องจากต้นทุนจากการก่อหนี้มากกว่าผลประโยชน์จากการก่อหนี้และเพื่อรักษาความสามารถในการก่อหนี้ในอนาคต โดยในส่วนของหนี้สินระยะยาวพบว่าบริษัทในประเทศไทยมีความเร็วในการปรับเข้าหาเป้าหมายมากกว่าบริษัทในฮ่องกงและญี่ปุ่น ซึ่งอาจจะมีสาเหตุจากวิกฤตเศรษฐกิจและสภาพตลาดเงินและตลาดทุนของฮ่องกงและญี่ปุ่นที่มีทางเลือกในการจัดหาเงินทุนมากกว่าประเทศไทย

แต่ถ้าบริษัทประสบปัญหาการขาดแคลนเงินทุนจะดำเนินการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้หรือก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายมากกว่าเมื่อมีระดับหนี้สินสูงกว่าเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) แต่ที่ระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายก่อหนี้มากกว่าเนื่องจากต้นทุนจากการก่อหนี้มากกว่าผลประโยชน์ในการก่อหนี้ตามทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนกับผลประโยชน์จากการก่อหนี้และบวกกับความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัทซึ่งเป็นผลมาจากการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย

ส่วนที่สาม ทำการศึกษาปัจจัยคุณลักษณะของบริษัท ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท

Target adjustment model การปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระยะห่างจากเป้าหมายในฮ่องกง ส่วนหนี้สินรวม พบว่าสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีส่วนช่วยให้ปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ก็มีส่วนช่วยปรับออกห่างจากเป้าหมายเมื่อระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน

ส่วนหนี้สินรวม พบว่าบริษัทขนาดใหญ่มีส่วนช่วยให้บริษัทปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่มีส่วนช่วยให้ปรับออกห่างจากเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน

ในญี่ปุ่น ส่วนหนี้ระยะยาว พบว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีส่วนช่วยให้ปรับออกห่างจากเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน ส่วนสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีส่วนช่วยให้ปรับออกห่างจากเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน

ในไทย ส่วนหนี้สินรวม พบว่าความสามารถในการทำกำไรสูงจะมี ส่วนช่วยให้ปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ก็มีส่วน ช่วยให้ปรับออกจากเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน ส่วนสภาพ คล่องทางการเงินสูงจะมีส่วนช่วยให้ปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงและมีเงินทุนส่วนเกิน และเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน แต่จะมีส่วนช่วยปรับออกจาก เป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน และเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย และมีการขาดแคลนเงินทุน

ส่วนหนี้ระยะยาว พบว่าบริษัทขนาดใหญ่จะมีส่วนช่วยให้ปรับ เข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่มีส่วนช่วยให้ปรับออกจาก เป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงและมีการขาดแคลนเงินทุน ส่วนสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีส่วน ช่วยให้ปรับเข้าหาเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่ก็มีส่วนช่วยให้ ปรับออกจากเป้าหมายเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน

Financial deficit model การเพิ่มลดหนี้เมื่อมีปริมาณความต้องการใช้เงินทุน

ในฮ่องกง ส่วนหนี้ระยะยาว พบว่าสภาพคล่องทางการเงินสูงมีส่วนช่วยให้ ลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุน โดยบริษัทอาจจะมีเพิ่มเงินปันผลจ่าย

ในญี่ปุ่น ส่วนหนี้สินรวม พบว่าความสามารถในการทำกำไรสูงมีส่วน ช่วยสนับสนุนการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุนหรือมี เงินทุนส่วนเกิน และเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีการขาดแคลนเงินทุน แต่มีส่วนช่วยลด การก่อหนี้หรือลดส่วนทุนเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน ส่วนสภาพคล่อง ทางการเงินสูงมีส่วนช่วยลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีทั้งระดับหนี้สูง และต่ำกว่าเป้าหมาย และเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย แต่มีส่วนช่วยให้ ก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

ส่วนหนี้ระยะยาว พบว่าความสามารถในการทำกำไรสูงมีส่วน ช่วยสนับสนุนการก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน แต่มีส่วนช่วย ลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุนเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมายและมีเงินทุนส่วนเกิน ส่วนสภาพ คล่องทางการเงินสูงจะมีส่วนช่วยลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับ หนี้สูง และเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุนและมีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายแต่มีส่วนช่วยสนับสนุนการ ก่อหนี้เพิ่มขึ้นเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมาย และเมื่อมีการขาดแคลนเงินทุน และเมื่อมีระดับหนี้สูงกว่าเป้าหมาย

ในไทย ส่วนหนึ่งสินรวม พบว่าสภาพคล่องทางการเงินสูงจะมีส่วนช่วยลดการก่อหนี้หรือลดส่วนทุนเมื่อมีเงินทุนส่วนเกินและมีระดับหนี้สูง

ส่วนที่สี่ ทำการการศึกษาการลงทุนมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนของบริษัทภายใต้ระดับหนี้และความต้องการใช้เงินทุนที่มีอยู่ พบว่าการที่มีระดับหนี้ต่ำกว่าเป้าหมายจะมีส่วนช่วยส่งเสริมให้มีการจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้เมื่อบริษัทมีความต้องการที่จะใช้เงินทุนเมื่อมีปัญหาการขาดแคลนเงินทุน แต่ถ้าไม่มีการขาดแคลนเงินทุนทำให้บริษัทใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน เมื่อแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอทำให้บริษัทจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนจากส่วนหนี้ เนื่องจากต้นทุนในการจัดหาเงินทุนของแหล่งเงินทุนภายในถูกกว่าแหล่งเงินทุนภายนอกนั่นเอง

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

ในงานวิจัยนี้ได้ศึกษาผลของระดับหนี้และการขาดแคลนเงินทุนต่อการเปลี่ยนแปลงหนี้ และเพื่อให้การศึกษามีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้นจึงมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. ในการหาตัวแทนสัดส่วนหนี้เป้าหมายสามารถหาได้หลายวิธีซึ่งในงานวิจัยนี้ก็เป็นหนึ่งในหลายวิธี ดังนั้นเพื่อให้ได้วิธีในการหาตัวแทนสัดส่วนหนี้ที่เหมาะสมในแต่ละประเทศ จึงควรทำการพิจารณาเปรียบเทียบในแต่ละวิธี
2. ควรมีการศึกษาผลของสัดส่วนหนี้เป้าหมายในการจัดพอร์ตการลงทุน (Portfolio) เนื่องจากการที่บริษัทมีสัดส่วนหนี้ใกล้เคียงเป้าหมายจะทำให้มูลค่าบริษัทสูงสุด
3. ต้นทุนในการจัดหาเงินทุน สภาพเศรษฐกิจรวมถึงสถานะของตลาดทุนส่งผลให้เกิดทางเลือกในการจัดหาเงินทุนทั้งจากส่วนหนี้และส่วนทุน ซึ่งควรหาวิธีการที่เหมาะสมในการเปรียบเทียบข้อดีและข้อเสียของการเพิ่มส่วนหนี้หรือส่วนทุน รวมถึงข้อดีและข้อเสียของการลดส่วนหนี้หรือส่วนทุนในแต่ละช่วงเวลา
4. ควรมีการศึกษาผลกระทบของต้นทุนในการจัดหาเงินทุนมีผลต่อความถี่ในการจัดหาเงินทุน

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

เทียนทิพ สุพานิช. 2544. ระดับหนี้ต่างประเทศของไทย. สัมมนาเชิงปฏิบัติการรายเดือน.

ประจำเดือน ตุลาคม. สำนักผู้ว่าการ ธนาคารแห่งประเทศไทย. : 1-18.

น้ำทิพย์ หงษ์ปาน. 2543. การศึกษาปัจจัยชี้้นำของโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย.

โครงการวิจัยหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

บุศรินทร์ บุรณศักดิ์. 2545. การทดสอบทฤษฎีลำดับขั้นในการจัดหาเงินทุนของโครงสร้างเงินทุน:

การศึกษาของประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

พันธุ์นิติ เหนียนเฉลย. 2543. ปัจจัยกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในประเทศไทย.

วิทยานิพนธ์ปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์ คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ไพฑูรย์ ไกรพรศักดิ์. 2546. เศรษฐกิจเบื้องต้น. พิมพ์ครั้งที่ 1. กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

รจเรช กัลปากรณ์ชัย. 2546. การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทย เกี่ยวกับทางเลือกในการกำหนด

โครงสร้างเงินทุน โดยพิจารณาถึงสถานะทางเศรษฐกิจ ลักษณะเฉพาะของกิจการ และข้อจำกัดทางการเงิน. วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

อรรณพ เหล่าเจริญเจริญ. 2542. ผลกระทบของระดับการใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนที่มีต่อการ

ลงทุนของกิจการ. โครงการวิจัยหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

อังคณา ฐะเจริญพานิช. 2545. การจับจังหวะตลาดและโครงสร้างเงินทุน: การศึกษาจากตลาด

หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.



## ภาษาอังกฤษ

- Aivazian, V. A., Ge, Y., and Qiu, J.. 2005. The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. Journal of Corporate Finance 11 : 277-291.
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. Journal of Finance 23 : 589-609.
- Baker, M., and Wurgler, J. 2002. Market Timing and Capital Structure. Journal of Finance 57 : 1-32.
- Byoun, S., and Rhim, J. C. Forthcoming 2005. Tests of the Pecking Order Theory and the Tradeoff Theory of Optimal Capital Structure. Global Business and Finance Review.
- Booth, L., Aivazian, V., Demircuc-Kunt, A., and Maksimovic, V. 2001. Capital Structures in Devaloping Countries. Journal of Finance 56 : 87-130.
- Breusch, T. S., and Pagan, A. R. 1980. The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. Review of Economic Studies 47 : 239-253.
- Castanias, R. 1983. Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure. Journal of Finance 38 : 1617-1635.
- Chen, J. J. 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. Journal of Business Research 57 : 1341-1351.
- Chirinko, R. S., and Singha, A. R. 2000. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: a critical comment. Journal of Financial Economics 58 : 417-425.
- Childs, P. D., Mauer, D. C., and Ott, S. H. 2005. Interactions of corporate financing and investment decisions: The effect of agency conflicts. Journal of Financial Economics 76 : 667-690.
- DeAngelo, H., and Masulis, R. W. 1980. Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. Journal of Finance 35 : 453-464.
- Fama, E. F., and French K. R. 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. The Review of Financial Studies 15 : 1-33.

- Fischer, E. O., Heinkel, R., and Zechner, J. 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. Journal of Finance 44 : 19-40.
- Flath, D. and Knoeber, C. 1980. Taxes, Failure Costs, and Optimal Industry Capital Structure: An Empirical Test. Journal of Finance 35 : 99-117.
- Frank, M. Z., and Goyal, V. K. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. Journal of Financial Economics 67 : 217-248.
- Galai, D., and Masulis, R. 1976. The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock. Journal of Financial Economics 3 : 53-81.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. Journal of Financial Economics 60 : 187-243.
- Harris, M., and Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure. Journal of Finance 46 : 297-355.
- Hausman, J. A. 1978. Specification tests in econometrics. Econometrica 46 : 1251-1271.
- Hovakimian, A., Opler, T., and Titman, S. 2001. The Debt-Equity Choice. Journal of Financial Quantitative Analysis 36 : 1-24.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G., and Tehranian, H. 2004. Determinants of target capital structure: The case of dual and equity issues. Journal of Financial Economics 71 : 517-540.
- Hsiao, C. 2003. Analysis of Panel Data. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge : University of Cambridge Press.
- Hull, R. M. 1999. Leverage ratio, industry norms, and stock price reaction: An empirical investigation of stock-for-debt transactions. Financial Management 28 : 32-45.
- Jalilvand, A., and Harris, R. S. 1984. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study. Journal of Finance 39 : 127-145.
- Jansen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3 : 305-360.

- Jansen, M. C. 1986. Agency cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review 76 : 232-329.
- Johnson, R., and Soenen, L. 2003. Indicators of Successful Companies. European Management Journal 21 : 364-369.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D. J., and McDonald, R. L. 1991. The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues. The Review of Financial Studies 4 : 685-708.
- Lang, L., Ofek, E., and Stulz, R. M. 1996. Leverage, investment, and firm growth. Journal of Financial Economics 40 : 3-29.
- Leland, H. E., and Pyle, D. H. 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. Journal of Finance 32 : 371-387.
- Leary, M. T., and Robert, M. R. 2005. Do Firms Rebalance Their Capital Structure?. Journal of Finance 60 : 2575-2619.
- Marsh, P. 1982. The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study. Journal of Finance 37 : 121-144.
- Mayers, S. C. 1984. The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance 39 : 575-592.
- Mayers, S. C., and Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13 : 187-221.
- Mayers, S. C., and Rajan, R. G. 1998. The Paradox of Liquidity. The Quarterly Journal of Economics 113 : 733-771.
- Modigliani, F., and Miller, M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review 48 : 261-297.
- Murphy, K. J. 1985. Corporate performance and managerial remuneration: An Empirical analysis. Journal of Accounting and Economics 7 : 11-42.
- Ozkan, A. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. Journal of Business Finance & Accounting 28 : 175-198.
- Prowse, S. D. 1990. Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United State and Japan. Journal of Financial Economics 27 : 43-66.

- Rajan, R. G., and Zingales, L. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. Journal of Finance 50 : 1421-1460.
- Rataporn Deesomsak, Paudyal K., and Pescetto, G. 2004. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. Journal of Multinational Financial Management 14 : 387-405.
- Shyam-Sunder, L., and Myers, S. C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of Financial Economics 51 : 219-244.
- Singh, M., and Faircloth, S. 2005. The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. Applied Economics 37 : 875-883.
- Spies, R. R. 1974. The Dynamics of Corporate Capital Budgeting. Journal of Finance 29 : 829-845.
- Taggart, R. A., Jr. 1977. A Model of Corporate Financing Decision. Journal of Finance 32 : 1467-1484.
- Titman, S., and Wessels, R. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance 43 : 1-19.
- Welch, Ivo. 2004. Capital Structure and Stock Returns. Journal of Political Economy 112 : 106-131.
- Wiwattanakantang, Y. 1999. An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. Pacific-Basin Finance Journal 7 : 371-403.

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นาย ชฤทธิ์ สุขนิมิตเจริญ เกิดเมื่อวันที่ 17 เมษายน พ.ศ. 2524 ที่กรุงเทพฯ สำเร็จ การศึกษาระดับมัธยมศึกษาตอนปลายจากโรงเรียนกรุงเทพคริสเตียนวิทยาลัย ปีการศึกษา 2541 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีวิศวกรรมศาสตรบัณฑิต คณะวิศวกรรมศาสตร์ ภาควิชาวิศวกรรม อุตสาหการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปีการศึกษา 2545 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตร มหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี ปีการศึกษา 2546



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย